

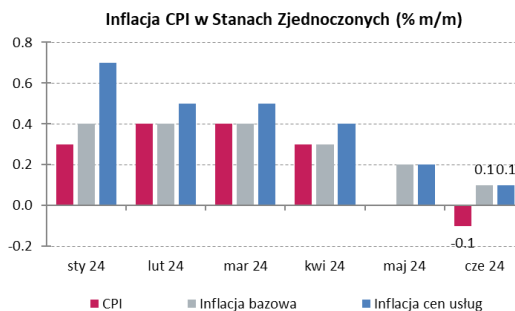
Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 22 598 22 38

Andrzej Kamiński
Ekonomista
+48 22 598 20 10

Mateusz Sutowicz
Analityk rynków finansowych
+48 22 598 22 36

Wykres tygodnia



Źródło: Macrobond

Ubiegły tydzień zdominowały wystąpienia szefa Fed J.Powella. Jego łagodniejsza retoryka wspierała oczekiwania na pierwszą obniżkę stóp proc. Fed we wrześniu br. W scenariusz ten wpisały się dane o inflacji CPI w USA w czerwcu, potwierdzające dezinflację także w cenach usług. W tym tygodniu uwaga przenosi się na Europejski Bank Centralny. Posiedzenie nie przyniesie zmian stóp proc. i (najpewniej) retoryki „wait-and-see”.

Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

Posiedzenie EBC w trybie wait-and-see

W tym tygodniu odbędzie się posiedzenie Rady Prezesów Europejskiego Banku Centralnego. Powszechne oczekiwania wskazują na utrzymanie stóp procentowych banku centralnego strefy euro. Europejski Bank Centralny nie będzie zatem kontynuował kroku z poprzedniego posiedzenia, na którym rozpoczął cykl obniżek stóp procentowych. Decyzja o obniżce stóp w czerwcu była obarczona obawami, że jest ona przedwczesna, zważywszy na presję inflacyjną w usługach, a także ciasny rynek pracy. Stąd po posiedzeniu prezesa EBC Ch. Lagarde pozostawała ostrożna mówiąc, że EBC „nie deklaruje z góry określonej ścieżki stóp”. Przekaz ten został wzmocniony 2 tygodnie temu na forum bankowości centralnej w Sincrze słowami: „zebranie wystarczających danych, które pozwolą nam mieć pewność, że ryzyko inflacji powyżej celu minęło, zajmie nam trochę czasu”. Powiedziała też, że mocny rynek pracy daje czas w oczekiwaniu na nowe dane i prognozy. Naszym zdaniem, dane, które napłynęły od posiedzenia w czerwcu mają dwuznaczną wymowę. Z jednej strony wskaźniki PMI i produkcja przemysłowa okazały się słabsze od oczekiwań. Z drugiej strony dane o inflacji potwierdziły uporczywość nadal szybko rosnących cen usług, a stopa bezrobocia jest najniższa w historii strefy. Stąd, jak na razie, nie ma przestrzeni na obniżkę stóp a EBC nadal będzie komunikował postawę „wait-and-see”. Niemniej spodziewamy się, że w tym roku dojdzie do jeszcze jednej lub dwóch obniżek stóp procentowych. Okazją do tego mogą być posiedzenia we wrześniu i w grudniu, kiedy prezesi zapoznają się z nowymi projekcjami makroekonomicznymi.

Krajowy przemysł nie może nabrać rozpędu

W czwartek o godz. 10:00 poznamy dane z krajowego przemysłu w czerwcu. Spodziewamy się, że produkcja przemysłowa spadła o 2,8% r/r po spadku o 1,7% r/r w maju. Dane za poprzedni miesiąc okazały się negatywną niespodzianką. Konsensus prognoz na czerwiec wskazuje na spadek o 1,3% r/r. Gdyby nasza, pesymistyczna na tle konsensusu, prognoza zrealizowała się, to wartość dodana w przemyśle zapewne wzrosła szybciej niż w 1Q 2024, pomagając (choć niezbyt silnie) przyspieszeniu wzrostu PKB. Sytuacja w przemyśle w 2Q 2024 okazała się jednak słabsza od naszych oczekiwań. Sektor nie może nabrać rozpędu z powodu słabszego popytu zarówno z kraju, jak i z zagranicy. Perspektywy na II poł. roku wyglądają nieco lepiej, ale niższe od oczekiwań dane za czerwiec o indeksach PMI dla strefy euro zwiększają niepewność co do tempa poprawy. W przypadku inflacji PPI spodziewamy się odczytu wynoszącego -6,4% r/r wobec -7,0% r/r miesiąc wcześniej. Deflacja w cenach producenta wygasa dość wolno.

Rynek pracy w sektorze przedsiębiorstw bez większych zmian w czerwcu?

W czwartek poznamy też dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw w czerwcu. Według naszej prognozy przeciętne zatrudnienie spadło o 0,5% r/r, podobnie jak miesiąc wcześniej. Przeciętne zatrudnienie jest nieznacznie mniejsze niż przed rokiem, a spadki koncentrują się w przemyśle przetwórczym i w handlu detalicznym. Popyt na pracę jest obecnie słabszy niż przed rokiem, aczkolwiek dynamika płac nadal pozostaje wysoka. Spodziewamy się, że przeciętne miesięczne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 11,2% r/r po wzroście o 11,4% r/r miesiąc wcześniej. Koszty pracy stanowią coraz większe wyzwanie dla firm i spodziewamy się, że dynamika wynagrodzeń będzie się powoli obniżać, choć najbliższe miesiące to zapewne czas nadal dwucyfrowych odczytów. Dane nie powinny zmieniać prognoz dla krajowego rynku pracy i oczekiwania co do działań Rady Polityki Pieniężnej.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2526	-0.5%
USD/PLN	3.9019	-1.1%
CHF/PLN	4.3602	-0.9%
EUR/USD	1.0893	0.5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.84	4
WIBOR 3M	5.86	1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5.18	-9
5Y	5.49	-23
10Y	5.66	-15

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5.42	-19
5Y	5.01	-24
10Y	5.07	-24

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.47	-8
US 10Y	4.21	-10

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	88390.0	0.5
S&P 500	5615.3	0.9
Nikkei 225	41190.7	0.7

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

Rynek walutowy

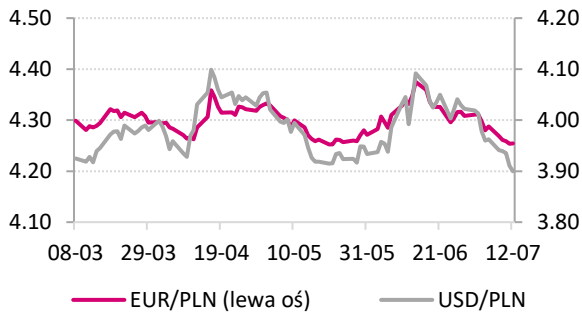
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Jastrzębia retoryka polskiego banku centralnego, która kontrastuje z działaniami innych banków centralnych naszego regionu, sprzyja złotemu, który pozostaje pod presją na umocnienie. Dojście kursu EUR/PLN w okolice 4,25 w znacznej mierze ogranicza jednak przestrzeń do dalszego umocnienia krajowej waluty i dalszy wzrost wartości złotego wymagać będzie nowych impulsów. Kalendarium publikacji danych ekonomicznych w tym tygodniu jest bogate, niemniej w naszej ocenie nie dostarczy argumentów za istotnymi ruchami na krajowym rynku walutowym, gdyż RPP wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych co najmniej do końca tego roku. Publikowane w tym tygodniu dane nie powinny tych oczekiwań zmienić. Źródłem zmienności nie powinna być także decyzja EBC, który zapewne utrzyma stopy proc. na obecnym poziomie. Z tego też powodu uważamy, że w najbliższych dniach kurs EUR/PLN utrzymywać się będzie nieco powyżej poziomu 4,25, który jest silnym technicznym oporem. Jego przełamanie otworzy drogę dla dalszego spadku EUR/PLN w kierunku 4,2440, tj. tegorocznego minimum.
USD/PLN	↔	Kurs USD/PLN dotarł do poziomu 3,9108, który jest silnym oporem na gruncie technicznym i od końca 2023 roku jest nieskutecznie testowany. Dlatego też jego trwałe przełamanie wymagać będzie nowego impulsu po stronie kursu EUR/PLN lub eurodolara. Jak wskazaliśmy w innych fragmentach niniejszego raportu, w tym tygodniu o takowy impuls może być trudno. Z tego też powodu, także w przypadku pary USD/PLN oczekujemy względnej stabilności. Ryzyka dla kursu USD/PLN skierowane są w naszej ocenie w stronę nieznacznego spadku, szczególnie, jeśli dane z USA umocnią oczekiwania na cięcia stóp przez Fed i rynek zacznie wyceniać bardziej agresywną ścieżkę łagodzenia polityki pieniężnej w USA.
EUR/USD	↔	Kurs EUR/USD po dotarciu w okolice 1,09, maksimum z początku maja, poszukuje nowych impulsów do kontynuacji wzrostów. Pomimo rozbudowanego kalendarium publikacji danych ten tydzień takich argumentów może nie dostarczyć. Uwaga inwestorów koncentrować się będzie na posiedzeniu EBC, jednak powszechne oczekiwania utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie powodują, że sama decyzja EBC nie powinna być źródłem zmienności eurodolara. Coraz jaśniejsze są też perspektywy polityki pieniężnej w USA, przez co wpływ publikowanych w tym tygodniu danych w USA (sprzedaż detaliczna, liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych) będzie zapewne mniejszy. Rynek wycenia pierwszą obniżkę stóp proc. o 25 pkt. baz. we wrześniu i 50 pkt. baz. do końca tego roku. Biorąc powyższe pod uwagę, w naszej ocenie eurodolar będzie konsolidował się na poziomie nieco poniżej 1,09. Źródłem zmienności eurodolara mogą być czynniki geopolitycznej - sytuacja po wyborach we Francji oraz kampania wyborcza w USA. Szczególnie w kontekście nieudanego zamachu na D. Trumpa, choć w naszej ocenie w krótkim terminie wewnętrzna sytuacja polityczna w USA, nie powinna w istotny sposób wpływać na rynki finansowe, ponieważ nie zmienia oczekiwań co do finalnego rozstrzygnięcia wyborów. Przypomnijmy, że według sondaży opinii publicznej, największe szanse na wygraną w wyborach prezydenckich ma D. Trump.

Rynek obligacji

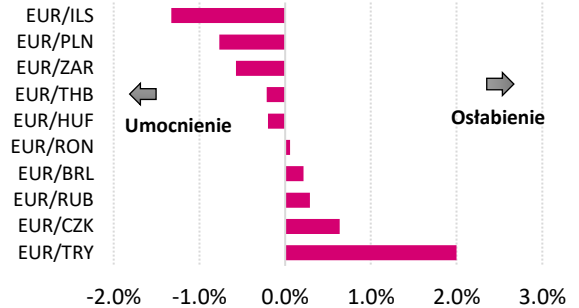
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↔	Wobec wyraźnie nakreślonych perspektyw polityki pieniężnej w Polsce, wycena krajowych obligacji podążać będzie za trendami na rynkach bazowych. Te natomiast pozostają pod dominującym wpływem ugruntowujących się oczekiwań co do cięcia stóp przez Fed na wrześniowym posiedzeniu. Obecnie dla inwestorów jest to scenariusz bazowy, dlatego też przestrzeń do dalszych wyraźnych ruchów dochodowości w krótkim terminie wyczerpała się. W warunkach oczekiwań na cięcia stóp w gospodarkach rozwiniętych, sentyment na rynku papierów skarbowych powinien być względnie pozytywny. Niemniej po spadku rentowności 10-latk w ubiegłym tygodniu o niemal 15 pkt. baz., najbliższe sesje powinny przynieść ustabilizowanie notowań. W tym tygodniu nie jest planowany żaden przetarg obligacji.
10Y DE (%)	↔	Wydarzeniem tygodnia na rynku europejskiego długu będzie posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego, który utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Taki jest konsensus ekonomistów oraz oczekiwania inwestorów. Z tego powodu decyzja nie powinna wpłynąć na rynki, a źródłem ewentualnej zmienności może być komunikat po posiedzeniu lub konferencja prezesa Ch. Lagarde. Biorąc jednak pod uwagę komunikację EBC w ostatnich tygodniach, a przede wszystkim komentarze na konferencji bankierów centralnych w Sinterze, nie oczekujemy zmiany w obecnej narracji wait-and-see. Inwestorzy zakładają, że do kolejnego cięcia stóp w strefie euro dojdzie we wrześniu.
10Y US (%)	↔	Po wyraźnym ruchu w minionym tygodniu, kiedy rentowność amerykańskiej 10-latki spadła o ok. 10 pkt. baz. do 4,20%, przestrzeń do dalszej zniżki dochodowości wyczerpała się. Obecnie rynek wycenił już scenariusz cięcia stóp przez Fed o 25 pkt. baz. we wrześniu i publikowane w tym tygodniu dane tego obrazu nie powinny zmienić. Źródłem niepewności jest reakcja rynku na zawirowania na wewnętrznej scenie politycznej w USA po nieudanym zamachu na D. Trumpa. W naszej ocenie wpływ tych wydarzeń na rynek w krótkim terminie nie powinien być znaczny, tym bardziej, że nie zmienia obecnych oczekiwań co do najbardziej prawdopodobnego wyniku wyborów prezydenckich.

Wykresy rynkowe

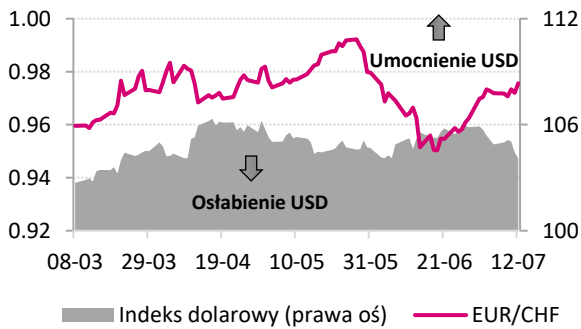
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



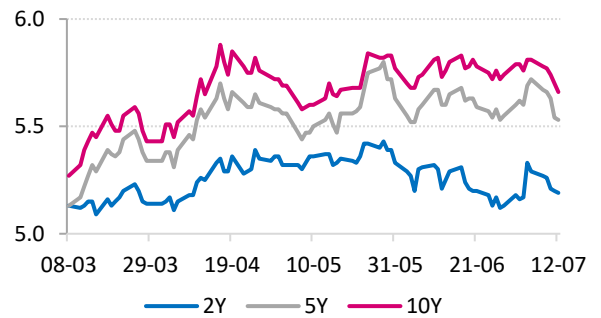
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



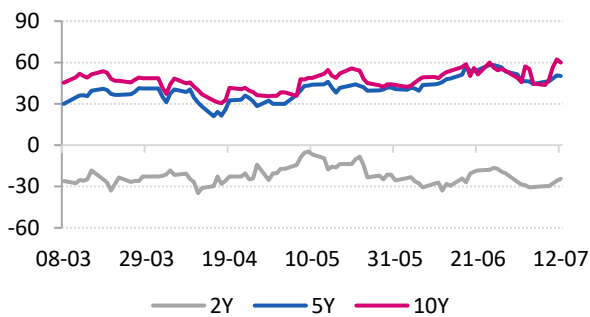
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



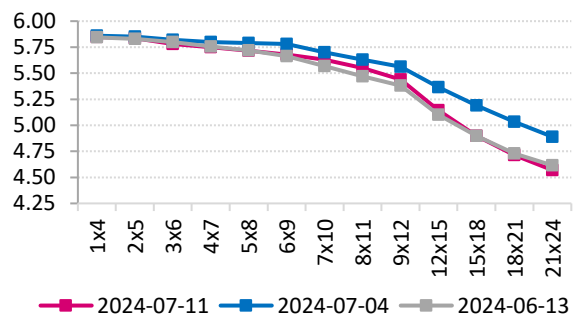
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



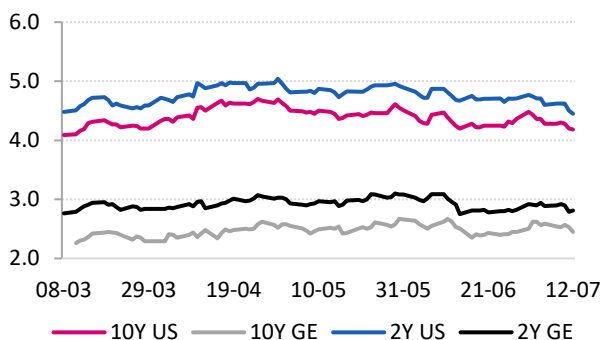
Krajowe stawki asset swap [%]



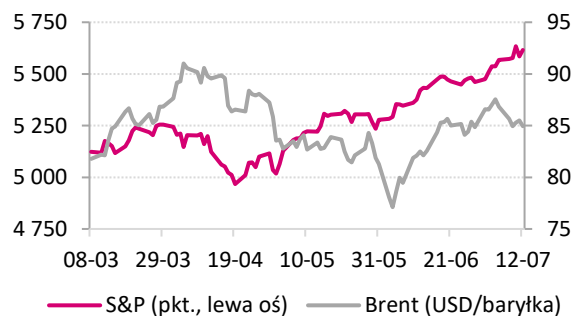
Kontrakty FRA w Polsce [%]



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 15 lipca					
04:00 PKB r/r	Chiny	2Q	5.3%	5.1%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Czerwiec	5.6%	5.0%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Czerwiec	3.7%	3.4%	
10:00 Inflacja CPI r/r	Polska	Czerwiec	2.5%	2.6%	
11:00 Produkcja przemysłowa r/r, wda EZ		Maj	-3.0%		
14:00 Saldo obrotów bieżących, EUR	Polska	Maj	-214m	12m	-460m
Wtorek 16 lipca					
11:00 Indeks ZEW	Niemcy	Lipiec	47.5	44.5	
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	czerwiec	3.8%	3.7%	3.7%
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	czerwiec	0.1%	0.0%	
Środa 17 lipca					
11:00 Inflacja HICP r/r	EZ	Czerwiec	2.6%	2.5%	
14:30 Pozwolenia na budowę domów	USA	Czerwiec	1399k	1385k	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	0.7%	0.2%	
Czwartek 18 lipca					
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Czerwiec	-7.0%	-6.3%	-6.4%
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	-1.7%	-1.3%	-2.8%
10:00 Wynagrodzenie r/r	Polska	Czerwiec	11.4%	11.3%	11.2%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Czerwiec	-0.5%	-0.4%	-0.5%
14:15 Decyzja ECB w sprawie stóp procentowych	EZ	Lipiec	3.75%	3.75%	3.75%
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	USA	13 lipca	222k	235k	
14:45 Konferencja po posiedzeniu EBC	EZ	Lipiec			
Piątek 19 lipca					
10:00 Bilans płatniczy	EZ	Maj			
Poniedziałek 15 lipca					
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	5.0%	5.3%	5.3%
10:00 Produkcja bud.-montaż r/r	Polska	Czerwiec	-6.5%	-4.6%	-4.6%
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	8.0%	8.3%	7.9%

Dane i prognozy

		2021	2022	2023	2024	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
PKB	% r/r	6.9	5.3	0.2	3.1	-0.3	-0.6	0.5	1.0	1.9	3.0	3.1	3.6
Stopa bezrobocia rejestrowanego	%, k.o.	5.8	5.2	5.1	5.1	5.4	5.0	5.0	5.1	5.3	5.0	4.9	5.1
Inflacja CPI	% r/r, śr.o.	5.1	14.4	11.4	4.1	17.0	13.1	9.7	6.4	2.8	2.5	4.9	5.2
Ropa naftowa Brent	USD, śr.o.	70.8	98.7	82.0	81.4	82.1	77.7	85.6	82.7	81.5	84.8	81.0	79.4
Stopa referencyjna	%, k.o.	1.75	6.75	5.75	5.75	6.75	6.75	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
WIBOR 1M	%, k.o.	2.23	6.93	5.80	5.80	6.84	6.86	6.04	5.80	5.82	5.84	5.75	5.75
WIBOR 3M	%, k.o.	2.54	7.02	5.88	5.76	6.89	6.90	5.77	5.88	5.88	5.85	5.81	5.76
WIBOR 6M	%, k.o.	2.84	7.14	5.82	5.70	6.95	6.95	5.63	5.82	5.86	5.86	5.86	5.70
EUR/PLN	k.o.	4.60	4.69	4.35	4.27	4.68	4.45	4.64	4.35	4.30	4.31	4.29	4.27
USD/PLN	k.o.	4.06	4.40	3.94	3.79	4.29	4.11	4.37	3.94	3.99	4.03	3.89	3.79
EUR/USD	k.o.	1.14	1.07	1.10	1.13	1.09	1.09	1.06	1.10	1.08	1.07	1.10	1.13
EURIBOR 3M	%, k.o.	-0.57	2.13	3.91	3.13	3.04	3.58	3.95	3.91	3.89	3.71	3.42	3.13
SOFR 3M (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	0.21	4.77	5.59	5.26	5.19	5.55	5.66	5.59	5.59	5.59	5.30	5.26

* 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.