

# Makro i rynek

komentarz tygodniowy

29 lipca 2024

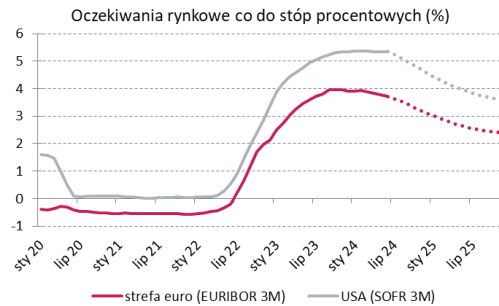
Biuro Analiz Makroekonomicznych  
research@bankmillennium.pl

**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, LSEG, Bank Millennium

W tym tygodniu Rezerwa Federalna USA utrzyma stopy procentowe bez zmian. Kluczowa dla określenia kolejnych kroków Fed będzie retoryka J.Powella, a także dane z tamtejszego rynku pracy, które poznamy m.in. w piątek. Rynki są wysoce przekonane do co obniżki stóp Fed we wrześniu. Większa niepewność dotyczy Europejskiego Banku Centralnego, a perspektywy polityki banku mogą w tym tygodniu przybliżyć dane o PKB w 2Q 2024 i inflacji HICP w lipcu.

## Najważniejsze wydarzenia tego tygodnia

### W tym tygodniu Fed nie zmieni stóp, ale dane payrolls podpowiedzą co dalej

Kalendarz makroekonomiczny tego tygodnia jest bogaty. Na pierwszy plan wysuwa się posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Decyzję odnośnie do stóp proc. w USA poznamy w środę o godz. 20:00. O ile nie powinny one ulec zmianie (przedział dla głównej stopy procentowej pozostanie na 5,25-5,50%), o tyle posiedzenie będzie rozpatrywane w kontekście początku cięć na kolejnym posiedzeniu we wrześniu. Obecnie rynki finansowe przypisują obniżce stóp proc. we wrześniu prawdopodobieństwo bliskie 90%. Nie spodziewamy się, aby komunikat po decyzji, ani konferencja J.Powella klarownie to sygnalizowały. Możliwość cięcia zapewne jednak nie zostanie zanegowana. Wydaje nam się, że retoryka będzie zbliżona do słów J.Powella w Kongresie w dniach 9-10 lipca. Mówił wtedy o uzależnieniu decyzji od napływających danych, aczkolwiek zauważył, że gospodarka USA nie jest już przegrzana i kolejne dobre odczyty inflacji zwiększąby słuszność łagodniejszej polityki monetarnej. Podkreślał też, że obecnie bilans czynników ryzyka dla gospodarki USA jest bardziej zrównoważony. W tym tygodniu poznamy też dane z amerykańskiego rynku pracy, a najważniejsze z nich tj. zatrudnienie poza rolnictwem w lipcu opublikowane będą w piątek. Według konsensusu ma ono wzrosnąć o 180 tys. m/m po wzroście o 206 tys. m/m miesiąc wcześniej, co zgadzałoby się z oceną J.Powella, że rynek pracy w USA zmierza ku równowadze.

### Dane o PMI i inflacji w strefie euro pokażą na ile prognozy EBC są aktualne

We wtorek poznamy pierwsze wyliczenie PKB w strefie euro w 2Q 2024. Według konsensusu wzrosnąć ma o 0,2% kw/kw, wobec 0,3% kw/kw w 1Q 2024. W środę natomiast poznamy wstępne wyliczenie inflacji HICP w strefie euro w lipcu. Oczekuje się niewielkich spadków wskaźnika HICP do 2,4% r/r z 2,5% r/r w czerwcu i wskaźnika bazowego do 2,8% r/r z 2,9% r/r. Gdyby te prognozy się zrealizowały, to ocena stanu gospodarki i jej perspektyw zaprezentowana na posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego w połowie lipca pozostałaby aktualna. Na konferencji Ch.Lagarde mówiła bowiem o możliwym wolniejszym wzroście w 2Q i nadal wysokiej inflacji. Stąd zmaterializowanie się prognoz nie rozstrzygnęłoby, czy na następnym posiedzeniu EBC we wrześniu dojdzie do obniżki stóp procentowych. Obecnie inwestorzy są podzieleni co cięcia stóp we wrześniu. Sądzymy, że jeśli kolejne dane o inflacji i płacach w 2024 nie będą mocno zaskakiwać w górę to nowe prognozy makro pokażą realizację celu inflacyjnego w latach 2025-2026 dając przestrzeń na drugą w cyklu obniżkę stóp proc.

### Przekonamy się jak silnie wzrosła w lipcu inflacja

W środę GUS opublikuje szybki szacunek inflacji CPI za lipiec. Według naszych szacunków ponownie wybiję się poza dopuszczalny przedział odchyień od celu NBP i wyniesie 4,6% r/r wobec 2,6% r/r w czerwcu. Tak silne przyspieszenie inflacji CPI to w głównej mierze efekt częściowego odmrożenia cen nośników energii, a przede wszystkim energii elektrycznej i gazu. Ich wzrost w lipcu wyniesie ok. 14,5% m/m. W naszej ocenie dane te nie powinny mieć istotnego wpływu na krajowy rynek finansowy, ponieważ nie zmieniają oczekiwań co do decyzji RPP, która wyraźnie komunikuje chęć stabilizacji stóp procentowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2867	0,2%
USD/PLN	3,9544	0,7%
CHF/PLN	4,4708	1,0%
EUR/USD	1,0839	-0,4%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,86	-1
WIBOR 3M	5,86	0

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	5,05	-4
5Y	5,43	-9
10Y	5,61	-3

IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	5,33	-6
5Y	4,87	-5
10Y	4,95	-5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,36	-10
US 10Y	4,16	-6

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	83691,2	-2,8
S&P 500	5459,1	-0,8
Nikkei 225	38468,6	-2,8

Źródło: LSEG Data & Analytics

Dane z dnia dzisiejszego i zmiany tygodniowe

**Millennium**  
bank

## Rynek walutowy

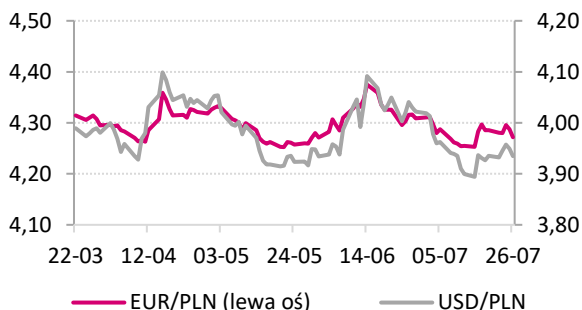
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
EUR/PLN	↔	Kurs EUR/PLN utrzymuje się w paśmie 4,25-4,30, ograniczonym przez silne poziomy techniczne. W naszej ocenie mimo dość interesującego kalendarium wydarzeń makroekonomicznych tego tygodnia wycena złotego do euro powinna pozostawać względnie stabilna. Nie znajdujemy bowiem mocnych argumentów mogących sprzyjać podbiciu zmienności. Lokalnie wydarzeniem tygodnia będzie publikacja danych inflacyjnych (szacunek) za lipiec. Nie będzie to jednak publikacja mogąca zmienić perspektywy polskiej polityki pieniężnej. Uważamy, iż co najmniej do połowy 2025 r. utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Globalnie wydarzeniem będzie posiedzenie Fed. Mimo, iż nie oczekujemy zmian stóp procentowych przez Rezerwę Federalną, to jego wymowa będzie istotna dla wrześniowego posiedzenia, co do którego rynkowe oczekiwania zakładają już cięcie kosztu pieniądza. W naszej ocenie jednak reakcja złotego na narrację Fed będzie ograniczona.
USD/PLN	↔	Kurs USD/PLN determinowany będzie tendencjami na rynku eurodolara oraz EUR/PLN. W obliczu zakładanej stabilizacji złotego głównym kanałem zmian pary USD/PLN pozostanie kurs EUR/USD. Tu natomiast liczyć się będzie przede wszystkim narracją Fed. Wielu wskazówek nie dostarcza analiza techniczna. Przestrzeń do zmienności jest bowiem dość spora. Kurs USD/PLN utrzymywać się powinien w przedziale 3,90 - 4,00. W sytuacji, gdyby Fed zaprezentował łagodną narrację uważamy, iż notowaniom bliżej będzie górnej granicy wspomnianego przedziału.
EUR/USD	↔	Kurs EUR/USD powrócił do wąskiego pasma wahań 1,0804 - 1,0865. Od dołu kurs EUR/USD utrzymuje 200-dniowa średnia ruchoma. Od góry wielokrotnie broniona w maju i czerwcu bariera. Ponieważ czynniki techniczne nie zapewnią zmienności w najbliższych dniach, naszym zdaniem, liczyć się będą czynniki fundamentalne. Za najważniejszy z nich w tym tygodniu uznajemy posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Mimo, iż w tym tygodniu Fed nie zdecyduje się na obniżkę stóp procentowych, to niewykluczone, iż zaprezentowana narracja przypieczętuje oczekiwania dotyczące cięcia kosztu pieniądza we wrześniu. W takim scenariuszu nieznacznie dolar może tracić na wartości. Nieznacznie, gdyż takie zachowanie Rezerwy Federalnej nie stanowiłoby niespodzianki dla rynków finansowych, które scenariusz obniżki stóp procentowych na koniec trzeciego kwartału uznają za bazowy. Ryzykiem dla wartości dolara (przede wszystkim w kierunku jego osłabienia) pozostaną potencjalne wypowiedzi D.Trumpa.

## Rynek obligacji

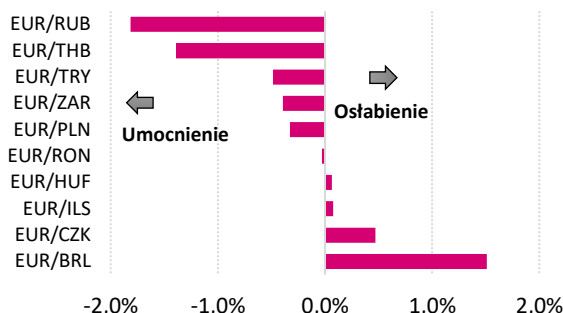
Nasze oczekiwania na nadchodzący tydzień		
	Kierunek	Uzasadnienie
10Y PL (%)	↓	Dochodowość obligacji powinna w naszej ocenie nieznacznie zniżkować w tym tygodniu. Zdecyduje o tym wpływ rynków bazowych (gdzie liczymy, że łagodna narracja Fed wesprze trend spadkowy), ale i plan podaży długu na kolejny miesiąc. Dane o inflacji CPI z Polski powinny zaś pozostawać drugoplanowe z uwagi na fakt, iż nie zmieniają one perspektyw krajowej polityki pieniężnej. O ile zatem oczekujemy zniżki dochodowości skarbowych papierów wartościowych, o tyle nie oczekujemy, by ruch ten miał być znaczący. Przyznać bowiem należy, że pierwsza połowa lipca przyniosła już znaczącą skalę spadków rentowności polskich obligacji.
10Y DE (%)	↓	Rentowności niemieckiego długu mogą nieznacznie zniżkować wspierane oczekiwanym łagodnym tonem amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Skala ruchu Bunda powinna zaś pozostawać mocno ograniczona z uwagi na słabnącą wiarę inwestorów w szybkie kolejne cięcia stóp procentowych w strefie euro.
10Y US (%)	↓	Dochodowość amerykańskiego długu pozostaje w trendzie spadkowym, które w naszej ocenie może nasilić się, gdyby narracja amerykańskiej Rezerwy Federalnej była łagodna. Zwiększałoby to - i tak mocne przekonanie - inwestorów odnośnie do cięcia stóp procentowych w USA we wrześniu. W naszej ocenie w kolejnych tygodniach możliwe są próby zejścia dochodowości 10-latk amerykańskiej w okolice psychologicznej bariery 4,00%. Źródłem zmienności pozostaną natomiast potencjalne pomysły kandydatów na urząd prezydenta Stanów Zjednoczonych.

## Wykresy rynkowe

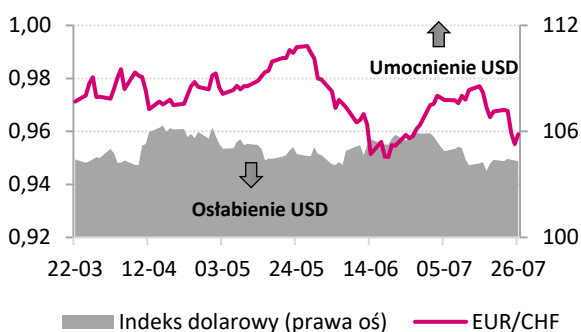
Kursy walutowe EUR/PLN i USD/PLN



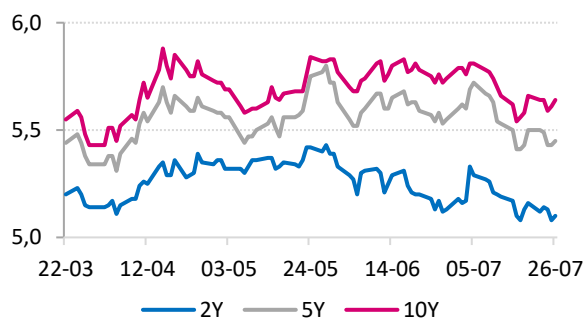
Tygodniowa zmiana kursów walutowych [%]



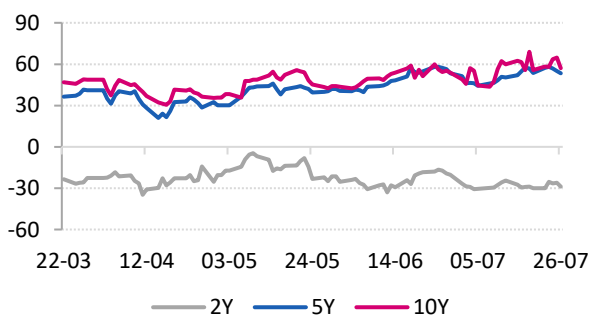
Indeks dolarowy i kurs EUR/CHF



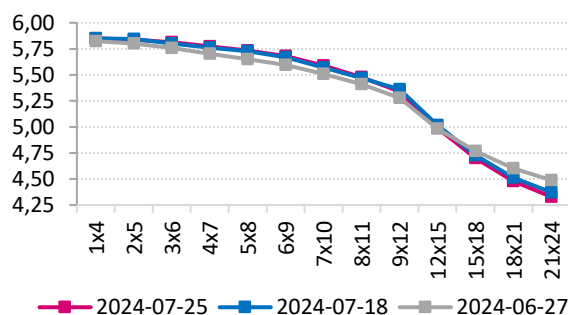
Rentowność polskich obligacji skarbowych [%]



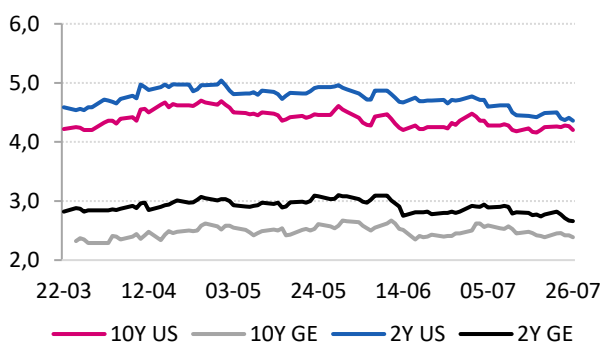
Krajowe stawki asset swap [%]



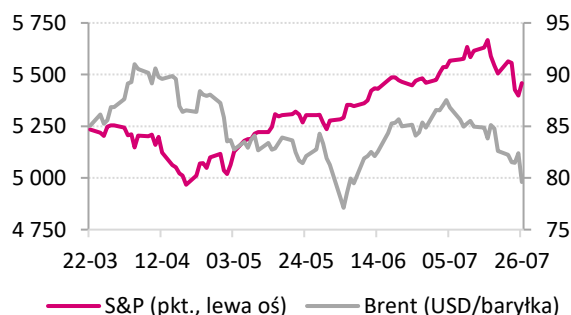
Kontrakty FRA w Polsce [%]



Rentowności obligacji USA i Niemiec [%]



Indeks S&P oraz ropa naftowa Brent



## Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
<b>Poniedziałek 29 lipca</b>					
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji skarbowych	Polska	Lipiec			
<b>Wtorek 30 lipca</b>					
10:00 PKB kw/kw, wst.	Niemcy	2Q	0.2%	0.2%	
11:00 PKB kw/kw, wst.	EZ	2Q	0.3%	0.2%	
14:00 Inflacja HICP r/r, wst.	Niemcy	Lipiec	2.5%		
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Czerwiec	8.14 mln		
<b>Środa 31 lipca</b>					
03:30 Indeks PMI dla przemysłu	Chiny	Lipiec	49.5		
03:30 Indeks PMI dla usług	Chiny	Lipiec	50.5		
10:00 Inflacja CPI r/r, wst.	Polska	Lipiec	2.6%		
11:00 Inflacja HICP r/r, wst.	EZ	Lipiec	2.5%		
14:15 Raport ADP	USA	Lipiec	150k	170k	
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Lipiec	5.25-5.50%	5.25-5.50%	5.25-5.50%
<b>Czwartek 01 sierpnia</b>					
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Lipiec	45.0		
09:05 Indeks PMI dla przemysłu, fin.	Niemcy	Lipiec	43.5	42.6	
14:30 Indeks PMI dla przemysłu, fin.	EZ	Lipiec	45.8	45.6	
13:00 Decyzja Banku Anglii ws. stóp procentowych	UK	Sierpień	5.25%	5%	
14:30 Wnioski o zasitek dla bezrobotnych	USA	17 lipca	235k		
14:30 Decyzja CNB ws. stóp procentowych	Czechy	Sierpień	4.75%		
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Lipiec	48.5	48.7	
<b>Piątek 02 sierpnia</b>					
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Lipiec	4.1%	4.1%	
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym m/m	USA	Lipiec	206k	180k	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Lipiec	0.3%		
<b>Poniedziałek 05 sierpnia</b>					
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Lipiec	52.8	51.9	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	-7.3		
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Lipiec	48.8		

## Dane i prognozy

		2022	2023	2024	2025	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
<b>PKB</b>	% r/r	5.6	0.2	3.1	3.9	2.0	3.0	3.1	3.6	3.8	3.6	4.0	4.0
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego</b>	%, k.o.	5.2	5.1	5.1	5.0	5.3	4.9	4.9	5.1	5.3	4.9	4.9	5.0
<b>Inflacja CPI</b>	% r/r, śr.o.	14.4	11.4	3.9	4.5	2.8	2.5	4.9	5.2	5.7	5.2	3.6	3.4
<b>Ropa naftowa Brent</b>	USD, śr.o.	98.7	82.0	82.5	76.8	81.5	84.8	81.0	79.6	78.2	77.2	76.3	75.4
<b>Stopa referencyjna</b>	%, k.o.	6.75	5.75	5.75	5.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.25	5.00
<b>WIBOR 1M</b>	%, k.o.	6.93	5.80	5.85	5.05	5.83	5.84	5.86	5.85	5.85	5.82	5.30	5.05
<b>WIBOR 3M</b>	%, k.o.	7.02	5.88	5.85	4.97	5.88	5.85	5.86	5.85	5.85	5.77	5.19	4.97
<b>WIBOR 6M</b>	%, k.o.	7.14	5.82	5.84	4.88	5.86	5.86	5.85	5.84	5.81	5.69	5.09	4.88
<b>EUR/PLN</b>	k.o.	4.69	4.35	4.20	4.25	4.30	4.31	4.25	4.20	4.22	4.23	4.24	4.25
<b>USD/PLN</b>	k.o.	4.40	3.94	3.83	3.75	3.99	4.03	3.89	3.83	3.79	3.77	3.76	3.75
<b>EUR/USD</b>	k.o.	1.07	1.10	1.10	1.13	1.08	1.07	1.09	1.10	1.11	1.12	1.13	1.13
<b>EURIBOR 3M</b>	%, k.o.	2.13	3.91	3.13	2.37	3.89	3.71	3.42	3.13	2.86	2.62	2.55	2.37
<b>SOFR 3M</b> (następca LIBOR 3M USD od 07.2023)	%, k.o.	4.77	5.59	5.01	4.02	5.56	5.59	5.26	5.01	4.77	4.50	4.27	4.02

\* 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.