



Makro i rynek

komentarz dzienny

Biuro Analiz Makroekonomicznych
research@bankmillennium.pl

Grzegorz Maliszewski
Główny Ekonomista
+48 601 843 329

Cezary Chrapek, CFA
Ekonomista

Andrzej Kamiński
Ekonomista

Antoni Zalewski
Analityk

1 lipca 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś rozpoczyna się posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej. Decyzję oraz komunikat poznamy jutro po południu. Biorąc pod uwagę narrację prezesa A. Glapińskiego po czerwcowym posiedzeniu RPP oraz wypowiedzi innych członków Rady, najbardziej prawdopodobną decyzją jest stabilizacja stóp proc.. W lipcu Rada zapozna się z wynikami nowej projekcji makroekonomicznej, która w porównaniu z marcem przedstawiać będzie zapewne wyraźnie niższą ścieżkę inflacji CPI oraz inflacji bazowej. Szybszy niż zakładała RPP powrót inflacji do przedziału celu to czynnik wspierający cięcia stóp w tym roku, jednak ze względu na niepewność co do ścieżki fiskalnej oraz uporczywość inflacji cen usług, RPP będzie ostrożna w luzowaniu monetarnym.
- **PL:** Dzisiaj o 09:00 opublikowany zostanie czerwcowy indeks PMI dla polskiego przemysłu. W naszej ocenie wartość indeksu wzrośnie do 48,5 pkt z 47,1 pkt w maju. Oczekiwana przez nas poprawa wynikać będzie z odbicia po dość dużym spadku w maju, który stanowił prawdopodobnie reakcję na niepewność związaną z otoczeniem geopolitycznym i kształtem polityki handlowej. Odczyt nie powinien zmieniać perspektyw krajowej gospodarki.
- **EZ:** O godz. 11:00 Eurostat przedstawi dane o inflacji konsumenckiej w strefie euro. Według konsensusu prognoz wskaźnik HICP wzrosnąć ma do 2,0% r/r z 1,9% r/r z powodu odbicia cen ropy naftowej w wyniku konfliktu na Bliskim Wschodzie. Zrealizowanie się tych oczekiwań nie powinno zmieniać rynkowych oczekiwań, że najbliższe posiedzenie w lipcu przyniesie stabilizację stóp procentowych i że do końca roku stopa depozytowa zostanie ścięta o 25 pkt baz do poziomu 1,75%.
- **US:** O godz. 16:00 poznamy natomiast dane ze Stanów Zjednoczonych. W przypadku indeksu ISM dla przemysłu w czerwcu spodziewane jest niewielkie odbicie do 48,8 pkt z 48,5 pkt miesiąc wcześniej. O tej samej porze poznamy dane o liczbie wolnych miejsc pracy w tej gospodarce w maju. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost do 7,45 mln z 7,391 mln w kwietniu.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** Według szybkiego szacunku GUS inflacja CPI wzrosła w czerwcu do 4,1% r/r z 4,0% r/r miesiąc wcześniej, co jest wynikiem nieco wyższym niż konsensus rynkowy i nasz szacunek. Średnio w całym 2Q2025 inflacja wyniosła zatem 4,1% r/r wobec 4,9% r/r w 1Q. Oznacza to, że była o 1,1 pkt proc. niższa niż NBP zakładał w marcowej projekcji inflacyjnej. Niespodzianka w czerwcu to efekt nieco wyższej niż zakładaliśmy inflacji cen żywności oraz inflacji bazowej. Według naszych szacunków inflacja bazowa, tj. wskaźnik CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wyniósł 0,3% m/m i 3,4% r/r (3,3% r/r w maju). Szczegółowe dane nie są jeszcze dostępne, natomiast przypuszczamy, że do wzrostu inflacji bazowej przyczyniły się w dużej mierze ceny usług. Inflacja cen towarów utrzymuje się na obniżonym poziomie, czemu sprzyja m.in. mocny złoty. Czerwiec to ostatni miesiąc w tym roku, kiedy inflacja CPI przekracza górne ograniczenie odchyłań inflacji od celu NBP. W lipcu wskaźnik powinien obniżyć się w okolice 3% r/r. Opublikowane dane nie zmieniają oczekiwań co do decyzji RPP.

Rynki na dziś

Sesje za oceanem i w Azji zakończyły się, podobnie jak w poprzednich dniach, wzrostami głównych indeksów z rekordami S&P. W centrum uwagi inwestorów są rozmowy handlowe USA. Urzędnicy Białego Domu twierdzą, że negocjacje z głównymi partnerami posuwają się naprzód. W poniedziałek prezydent USA D. Trump w liście do szefa Fed stwierdził, że stopy procentowe w USA powinny wynosić około 1%. To może podtrzymywać negatywną presję na dolara (który po zamknięciu wczorajszej sesji osiągnął 1,18 do euro) i może działać w kierunku obniżenia rentowności amerykańskich obligacji. Kurs złotego zachowuje się wyjątkowo stabilnie do euro w pobliżu istotnych poziomów technicznych i zakładamy, że taka sytuacja może się utrzymać. Nastroje rynkowe i złotego wspierać mogą dane PMI z kraju i zagranicy. Istotne dla rynku będą też dane z rynku pracy w USA. Indeks PMI w Chinach w przemyśle zaskoczył pozytywnie. Wyczekiwanie na mało górebłą komunikację RPP może sprzyjać korekcie stóp w górę po ostatnich spadkach, choć potencjalnie mogłoby to nastąpić dopiero po decyzji RPP i konferencji prezesa NBP.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2404	0.0%
USD/PLN	3.6135	-0.1%
CHF/PLN	4.5377	0.4%
EUR/USD	1.1736	0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.38	3
WIBOR 3M	5.24	2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.52	-1
5Y	4.95	0
10Y	5.44	-1

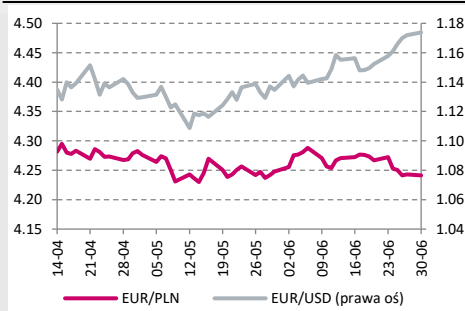
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.30	-1
5Y	4.22	-9
10Y	4.55	0

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.60	2
US 10Y	4.27	1

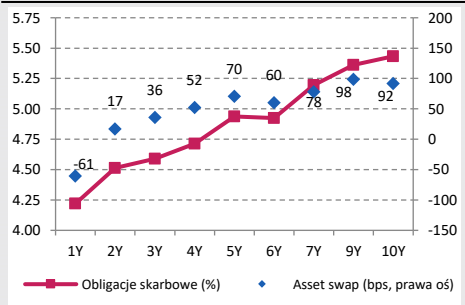
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	104676.1	0.9
DAX	23938.7	-0.4
S&P 500	6173.1	0.5

Źródło: LSEG Datastream
Zamknięcia dnia poprzedniego godz. 16.30, zmiana dzienna

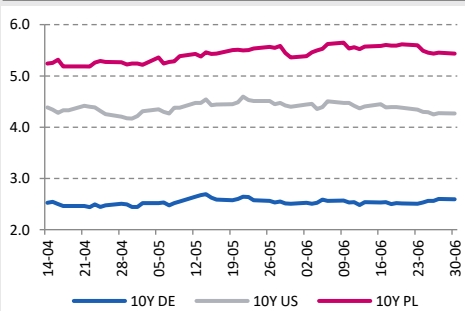
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



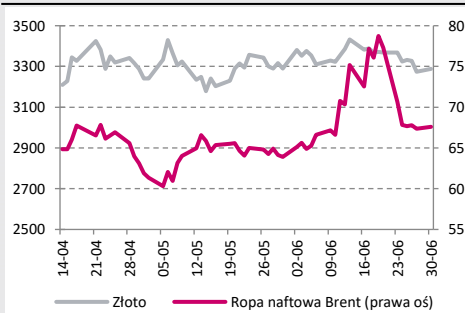
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Poniedziałkowa sesja przyniosła niewielkie zmiany kursu złotego. Złoty nieznacznie tracił na wartości do euro do ok. 4,241 z ok. 4,236. Traciły także pozostałe waluty regionu. Krajowe stopy rynkowe lekko obniżyły się na początku sesji, a po południu odreagowały w górę. Aktywność na krajowym rynku była ograniczona. Pod koniec dnia pojawił się popyt na krajowy dług. Rentowności 10-letnich obligacji znalazła się na koniec dnia na poziomie ok. 5,48%. Ministerstwo Finansów opublikowało plan podaży długu na II kwartał. Resort zorganizuje sześć-siedem przetargów podstawowych z podażą 55,0-75,0 mld zł oraz przetargi zamiany. Na aukcjach w lipcu MF zaoferuje do sprzedaży obligacje na kwotę 16-31 mld zł (bez przetargów zmienny), a duża kwota wynika z wysokich zapadalności (25 lipca zapada ok. 25 mld zł obligacji). Ponadto planowany jest jeden przetarg bonów skarbowych na kwotę 2-4 mld zł. Udział inwestorów zagranicznych w polskich obligacjach spadł maju o 1,4 mld zł do 157,2 mld zł. Ministerstwo Finansów podało też, że stan środków na rachunkach budżetowych na koniec czerwca wyniesie ok. 183 mld zł, co daje duże pole manewru przy tworzeniu strategii emisyjnej w II połowie roku, ale też na początku przyszłego roku.

W ramach ogłoszonej wcześniej emisji obligacji zagranicznych Ministerstwo Finansów dokonało wyceny dwóch transz obligacji benchmarkowych (7 i 12-letnich) nominowanych w euro o łącznej wartości nominalnej 3 mld euro. Obligacje 7-letnie o wartości 1,75 mld euro o terminie wykupu 7 lipca 2032 r. wyceniono na 75 punktów bazowych powyżej średniej stopy swapowej. Uzyskano rentowność 3,178 proc., przy rocznym kuponie 3,125 proc. Obligacje 12-letnie o wartości 1,25 mld euro o terminie wykupu 7 lipca 2037 r. wyceniono na 120 punktów bazowych powyżej średniej stopy swapowej. Uzyskano rentowność 3,903 proc., przy rocznym kuponie 3,875 proc. Jedną z transz będzie obligacja typu green bond, co oznacza powrót do tego typu instrumentu po raz pierwszy od 2019 r. Łączny popyt przekroczył 5,7 mld euro

Rynki zagraniczne

Na poniedziałkowej sesji indeksy w Europie zakończyły poniedziałkową sesję na minusie. Dolar lekko tracił do euro, a kurs EURUSD oscylował w pobliżu linii oporu 1,175, czemu sprzyjać mogło nieznaczne zawężenie się spreadów między obligacjami amerykańskimi i niemieckimi. Rentowność 10-letnich Treasuries spadła o 1 pb. do 4,27%. Dochodowość 10-letnich niemieckich Bundów wzrosła o 2 pb. do 2,61%, mimo niższej od prognoz inflacji w Niemczech. Ceny ropy odnotowały marginalny wzrost do nieco powyżej 71\$ po sześciu dniach spadków. W poniedziałek weszło w życie porozumienie o obniżeniu ceł na niektóre brytyjskie produkty przemysłowe do USA, ale mimo tego że Wielka Brytania jako pierwsza zawarła umowę handlową ze Stanami Zjednoczonymi, ale funt nieznacznie tracił do euro.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Poniedziałek 30 czerwca						
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Czerwiec	49.5	49.7	49.7	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Czerwiec	50.3	50.5	50.3	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Czerwiec	4.0%	4.1%	4.0%	4.0%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Czerwiec	2.1%	2.0%	2.1%	
21:00 Wystąpienie Ch. Lagarde otwierające forum w Sintrze	EZ	Czerwiec				
Wtorek 01 lipca						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Czerwiec	47.1		48.0	48.5
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Czerwiec	48.3		49.0	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Czerwiec	49.4		49.4	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Czerwiec	1.9%		1.9%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Czerwiec	48.5		48.8	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Maj	7.391 mln			
Środa 02 lipca						
Decyzja RPP	Polska	Lipiec	5.25%		5.25%	5.25%
14:15 Raport ADP	USA	Czerwiec	37 tys.		80 tys.	
Czwartek 03 lipca						
Sesja skrócona (do 19:00 CET)	USA					
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Czerwiec	47.1		49.4	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Czerwiec	49.7		50.0	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Czerwiec				
14:30 Zatrudnienie poza rolnictwem m/m	USA	Czerwiec	139 tys.		129 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Czerwiec	4.2%		4.2%	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Lipiec				
16:00 Zamówienia na dobra trwałe m/m	USA	Maj	-6.6%		16.4%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Czerwiec	49.9		50.3	
Piątek 04 lipca						
Dzień wolny od pracy	USA					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Maj	0.6%		-0.2%	
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Czerwiec				
Poniedziałek 07 lipca						
10:30 Indeks Senitx	EZ	Lipiec	0.2			

Źródło: Bloomberg, Millennium Bank S.A., Parkiet