



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

4 lipca 2025

Informacje na dziś

- PL:** Dziś o godz. 14:00 Narodowy Bank Polski opublikuje opis dyskusji na czerwcowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Dokument ma charakter historyczny i zapewne nie wniesie informacji pomocnych ocenie perspektyw polityki pieniężnej w Polsce.

Wydarzenia i komentarze

- PL:** Na konferencji prasowej uzasadniającej decyzję o cięciu stóp procentowych o 25 pkt. baz. powiedział, że za złagodzeniem polityki pieniężnej stała w dużej mierze poprawa perspektyw inflacji i jej powrót do przedziału celu NBP w średnim okresie. Jednocześnie prezes Głapiński powtórzył czynniki niepewności dla kontynuacji dezinflacji. To w głównej mierze ekspansywna polityka fiskalna, relatywnie dobra koniunktura w polskiej gospodarce, perspektywa przyspieszenia PKB, wciąż podwyższona dynamika wynagrodzeń oraz czynniki regulacyjne (ceny energii). Prezes Głapiński nie zapowiedział cyklu obniżek stóp, a kolejne decyzje uzależnił od napływających danych. Nie wykluczył przy tym kolejnej obniżki we wrześniu tego roku. W ocenie prezesa przy trwałym zejściu inflacji do celu NBP, stopa referencyjna mogłaby spaść w okolice 3,00%. Biorąc pod uwagę, iż w lipcu inflacja spadnie poniżej 3,0% r/r, a w II poł. tego roku wskaźnik CPI może być niższy niż założono w projekcji, stąd kolejne cięcie we wrześniu jest wysoce prawdopodobne, a do końca tego roku stopy proc. mogą spaść o łącznie 50 pkt. baz. Do 2026 r. w naszej ocenie docelowo stopa referencyjna spadnie do 3,50%. Gołębia postawa prezesa na wczorajszej konferencji zwiększa prawdopodobieństwo przyspieszenia cięć stóp przez RPP w obliczu obniżającej się inflacji. Niemniej, biorąc pod uwagę częste zmiany narracji RPP ścieżka stóp procentowych obciążona jest podwyższoną niepewnością.
- US:** Liczba etatów poza rolnictwem w USA przyrosła w czerwcu o 147 tys. m/m po wzroście o 144 tys. m/m przed miesiącem. Czerwiec okazał się trzecią z rzędu pozytywną niespodzianką - konsensus prognoz wynosił 129 tys. m/m. Wymowę danych psuje nieco struktura przyrostu. W czerwcu liczba etatów najsilniej wzrosła w administracji stanowej i lokalnej. Natomiast w sektorze prywatnym wzrost wyniósł 74 tys. m/m po wzroście o 137 tys. m/m miesiąc wcześniej. Zwraca też uwagę najwolniejszy od 8 miesięcy wzrost w sektorze usługowym, który w ostatnich miesiącach był motorem napędowym amerykańskiego rynku pracy. Stopa bezrobocia spadła do 4,1% z 4,2% miesiąc wcześniej, co także okazało się pozytywną niespodzianką. Nieco w dół zaskoczył zaś wzrost płac. W naszej ocenie dane te pokazują, że amerykański rynek pracy kontynuuje trend powolnego wytracania temperatury przy nadal relatywnie niskim bezrobociu. Nie zmienia się zatem ocena, że rynek pracy w USA daje komfort Fed do stabilizowania stóp procentowych w obawie o nasilenie inflacji w efekcie zmian w polityce handlowej. Rezerwa Federalna w lipcu najpewniej utrzyma stopy procentowe. Wrzesień może przynieść ich cięcie, jeśli inflacja nie będzie się nasilać, rynek pracy i aktywność w gospodarce istotnie spowalniały oraz zmniejszy się niepewność co do polityki celnej USA, np. poprzez porozumienia handlowe.
- US:** Indeks ISM dla amerykańskiego sektora usług wzrósł w czerwcu 50,8 pkt. z 49,9 pkt. w maju. Tym samym wartości indeksu powróciła powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. Odczyt lepsze nastroje wśród firm usługowych po szoku związanym z wybuchem wojny celnej.

Rynki na dziś

Sesja za oceanem zakończyła się wzrostami indeksów po lepszych od oczekiwań danych. Publikowane dziś słabsze od prognoz dane o zamówieniach w przemyśle niemieckim (-1,4% m/m) mogą negatywnie wpływać na euro, które w ostatnich dniach było na mocno wykupionych poziomach. Dzisiejsze komentarze L. Koteckiego dla Bloomberg'a o tym, że lipcowa obniżka stóp może być początkiem cyklu, który prawdopodobnie będzie kontynuowany dwoma kolejnymi cięciami o 25 pb jeszcze w tym roku mogą sprzyjać dalszemu spadkowi stóp rynkowych, ale po sporym ruchu z ostatnich dni przestrzeń do spadku jest raczej ograniczona. Rynek wycenia obecnie mniej więcej 2 obniżki stóp do końca roku, spójnie z naszymi założeniami. Kurs EURPLN prawdopodobnie pozostanie blisko obecnych poziomów w pobliżu 4,238-4,25.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2412	-0.5%
USD/PLN	3.6062	-0.5%
CHF/PLN	4.5339	-0.8%
EUR/USD	1.1763	0.0%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.20	-18
WIBOR 3M	5.09	-14

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.36	-4
5Y	4.79	-4
10Y	5.30	-4

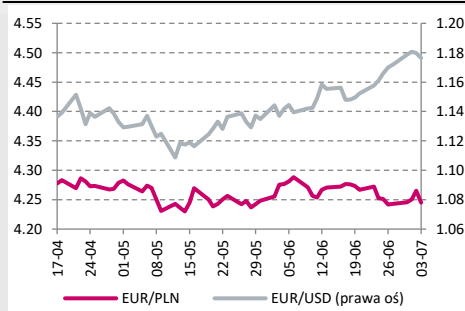
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.09	-7
5Y	4.05	-12
10Y	4.39	-9

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.58	-4
US 10Y	4.34	4

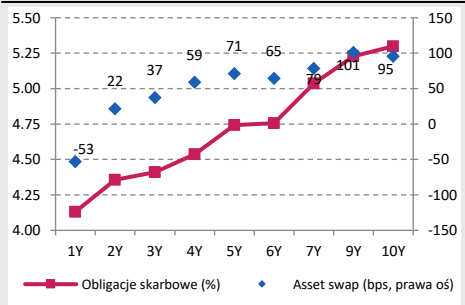
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	106187.4	1.5
DAX	23934.1	0.6
S&P 500	6279.4	0.8

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

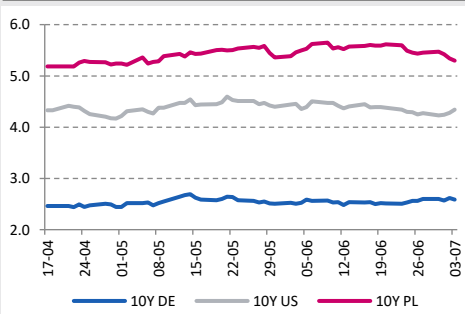
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



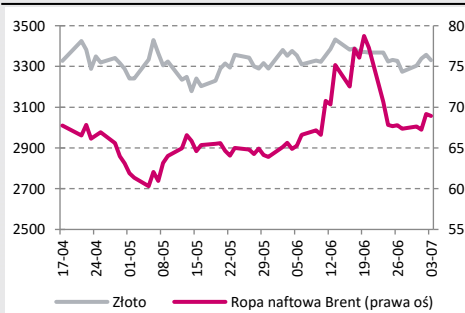
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Złoty umocnił się na wczorajszej sesji, a ruch spadkowy kursu EURPLN rozpoczął się przed południem z okolic 4,265 do ok. 4,236 na koniec dnia. Złoty zyskiwał mimo umocnienia dolara, co wynikało z poprawy apetytu na ryzyko, do czego przyczyniły się lepsze od oczekiwań dane z amerykańskiej gospodarki. Wobec euro zyskiwała większość walut gospodarek wschodzących, a w regionie bardziej od złotego zyskał forint. Krajowej walucie nie zaszkodził gołębi ton prezesa NBP i spadek stóp rynkowych. Stawki FRA obniżyły się o ok. 2-10 pb, IRS spadły o ok. 4-6 pb, a rentowności obligacji w nieco mniejszym zakresie. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji wyniosła 5,30%.

Rynki zagraniczne

Dane z USA okazały się lepsze od prognoz zarówno w przypadku zatrudnienia poza rolnictwem, a także ISM dla przemysłu. To prowadziło do stopniowego umocnienia dolara, przy ograniczeniu oczekiwań na obniżkę stóp na lipcowym posiedzeniu, które narastały w ostatnim czasie. Kurs EURUSD pozostawał względnie stabilny w pobliżu 1,18 w pierwszej części dnia, a po danych z USA tąpnął do ok. 1,172, zamykając europejską część sesji na poziomie ok. 1,176. Rynkowa wycena obniżek stóp w USA zmniejszyła się o kilkanaście punktów bazowych do ok. 50 pb do końca roku. Inwestorzy przestali wyceniać obniżkę w lipcu i zmniejszyli oczekiwania na ruch także we wrześniu. Rentowności amerykańskich obligacji wzrosły o ok. 5-10 pb, a presję w górę na rentowności wywierają także obawy o politykę fiskalną. Na koniec dnia rentowność amerykańskiej 10-latki wynosiła 4,34%, natomiast jej niemieckiego odpowiednika 2,58% po obniżeniu się krzywej niemieckiej o 2-4 pb.

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 Sinttrze	EZ	Czerwiec				
Wtorek 01 lipca						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Czerwiec	47.1	44.8	48.1	48.5
09:55 Indeks PMI dla przemysłu fin.	Niemcy	Czerwiec	48.3	49.0	49.0	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu fin.	EZ	Czerwiec	49.4	49.5	49.4	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Czerwiec	1.9%	2.0%	2.0%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Czerwiec	48.5	49.0	48.8	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Maj	7.391 mln	7.770 mln	7.300 mln	
Środa 02 lipca						
Decyzja RPP	Polska	Lipiec	5.25%	5.00%	5.25%	5.25%
14:15 Raport ADP	USA	Czerwiec	29 tys.	-33 tys.	80 tys.	
Czwartek 03 lipca						
Sesja skrócona (do 19:00 CET)	USA					
09:55 Indeks PMI dla usług fin.	Niemcy	Czerwiec	47.1	49.7	49.4	
10:00 Indeks PMI dla usług fin.	EZ	Czerwiec	49.7	50.5	50.0	
13:30 Protokół z posiedzenia EBC	EZ	Czerwiec				
14:30 Zatrudnienie poza rolnictwem m/m	USA	Czerwiec	144 tys.	147 tys.	129 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Czerwiec	4.2%	4.1%	4.2%	
15:00 Konferencja prezesa NBP	Polska	Lipiec				
16:00 Zamówienia na dobra trwałe m/m	USA	Maj	-6.6%	16.4%	16.4%	
16:00 Indeks ISM dla usług	USA	Czerwiec	49.9	50.8	50.3	
Piątek 04 lipca						
Dzień wolny od pracy	USA					
08:00 Zamówienia w przemyśle m/m	Niemcy	Maj	1.6%	-1.4%	-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