



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

7 lipca 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Kalendarium tego tygodnia jest ubogie i nie znajdujemy w nim publikacji mogących mieć istotny wpływ na notowania rynkowe i zmianę perspektyw gospodarczych. Najważniejsze w tym tygodniu będą informacje dotyczące polityki handlowej USA. 9 lipca mija czasowe zawieszenie wysokich, tzw. ceł odwetowych ogłoszonych przez D.Trumpa na początku kwietnia. Przyszłe rozwiązania pozostają bardzo niepewne. O godz. 10:30 poznamy wyliczenie za lipiec indeksu Sentix dla strefy euro (oczekiwany wzrost do 1,2 pkt z 0,2 pkt). Oznaczałoby stabilizowanie się nastrojów, które znacząco poprawiły się w maju i czerwcu, po załamaniu w kwietniu. Perspektywy dla gospodarki strefy są nieco lepsze, aczkolwiek wzrost PKB w tym roku zapewne będzie mozolny.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** W piątek poznaliśmy szczegóły lipcowej projekcji makroekonomicznej NBP, która zakładała stały poziom stóp procentowych (przyjęto 5,25%) oraz odmrożenie cen energii elektrycznej dla gospodarstw domowych w 4Q 2025. Ścieżka inflacji CPI została obniżona względem marca dla 2025 r. do 3,9% r/r z 4,9% r/r, dla 2026 r. do 3,1% r/r z 3,4% r/r, a dla 2027 r. do 2,4% r/r z 2,5% r/r. Korekta jest dość spora, zwłaszcza dla 2025 r. Jak wskazuje raport NBP zmiany te wynikają z rewizji wag w indeksie CPI, niższych cen surowców energetycznych i mocniejszego złotego. Dokłada się do tego też wolniejszy wzrost kosztów pracy, które są wynikiem spodziewanej nieco wyższej stopy bezrobocia i wolniejszego (w 2026 r.) wzrostu wynagrodzeń. Skale korekt w dół prognoz inflacji ograniczają natomiast lepsze oczekiwania co do aktywności gospodarczej. Projekcja wzrostu PKB została bowiem podwyższona w górę dla 2025 r. do 3,7% z 3,6% w marcu, dla 2026 r. do 3,1% z 2,9% do 2,5% z 2,3%. W świetle projekcji inflacji obniżka stóp procentowych w ub. tygodniu wydaje się, naszym zdaniem, uzasadniona, choć zwracamy uwagę, że sporo lepsze perspektywy inflacji w krótkim okresie były już w czerwcu. Ciekawe wątki zostały poruszone podczas prezentacji projekcji, która miała w naszej ocenie gołąbnią wymowę. J.Kotłowski z NBP wskazywał na niższą temperaturę krajowego rynku pracy oraz dezinflacyjne ryzyka dla Polski wynikające z możliwości zwiększenia znaczenia dla Chin rynków europejskich po wybuchu wojny handlowej USA-Chiny. Sądzymy, że w świetle projekcji lipcowej możliwe są jeszcze cięcia stóp proc. w tym roku. Tym bardziej, że inflacja CPI w najbliższych kwartałach będzie, jak się spodziewamy, nieco niższa niż wskazania projekcyjne. W naszym podstawowym scenariuszu zakładamy spadek stóp proc. o 50 pkt baz. do końca. Do końca 2026 r. stopy procentowe zostaną natomiast obniżone w naszej ocenie do 3,50%. Tempo dostosowania polityki pieniężnej zależeć będzie m.in. od planów fiskalnych rządu.
- **PL:** Według szacunków MRPiPS stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w czerwcu do 5,1% z 5,0%. Dane stanowią negatywną niespodziankę. W czerwcu liczba osób zarejestrowanych w Urzędach Pracy jako bezrobotne była o 14,2 tys. wyższa niż w maju i o 34,8 tys. wyższa niż przed rokiem, co jest dość sporą zmianą. Po korekcie sezonowości stopa bezrobocia wzrosła natomiast do 5,3% z 5,1% i była najwyższa od dwóch lat. Skala zmiany bezrobocia dziwi w świetle innych danych z rynku pracy. Niemniej bezrobocie w Polsce jest niskie i nie powinno silnie wzrosnąć w tym cyklu koniunkturalnym.

Rynki na dziś

Na sesji w Azji przeważały spadki indeksów, po tym jak D. Trump sygnalizował, że nałoży dodatkowe 10% cła na każde państwo, które dostosuje się do "antyamerykańskich polityk BRICS" oraz, że zacznie dziś rozsyłać listy do partnerów handlowych w sprawie ceł. Z drugiej strony Sekretarz Skarbu S. Bessent zasignalizował, że zawieszenie podwyższonych stawek celnych może być przedłużone do 1 sierpnia. Jednocześnie dane o produkcji przemysłowej z Niemiec zaskoczyły pozytywnie, co może wesprzeć euro i złotego, choć ten nieznacznie traci na otwarciu (ok. 4,246). Ceny ropy spadają po zaskakującej dla rynków decyzji OPEC+ o nieco większej od założeń redukcji produkcji ropy o 548 tys. baryłek dziennie, co może być pozytywną informacją dla rynków obligacji i oddziaływać w kierunku niższych stóp rynkowych.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2419	0.0%
USD/PLN	3.6002	-0.2%
CHF/PLN	4.5400	0.1%
EUR/USD	1.1783	0.2%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.15	-5
WIBOR 3M	5.07	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.32	-4
5Y	4.78	-1
10Y	5.27	-3

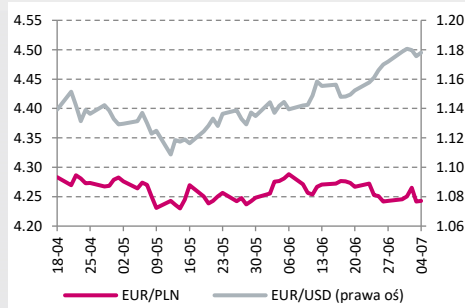
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.07	-2
5Y	4.01	-9
10Y	4.37	-2

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.56	-2
US 10Y	4.35	1

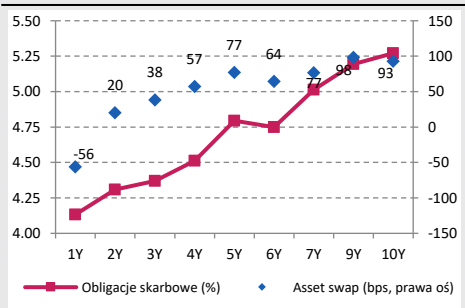
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	105548.3	-0.6
DAX	23787.5	-0.6
S&P 500	6279.4	0.8

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

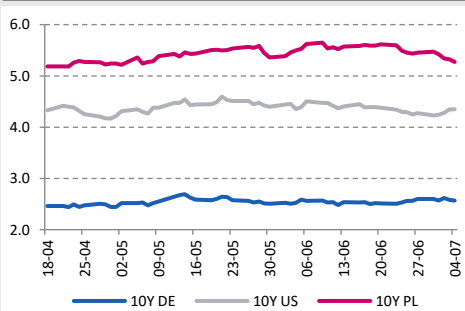
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



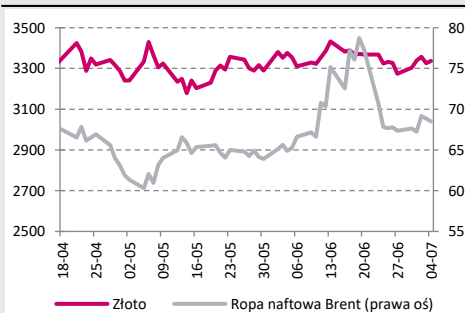
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Złoty nieznacznie tracił na wartości w pierwszej części sesji, a kurs EURPLN rósł do ok. 4,25, ale w drugiej połowie dnia powrócił w stronę poziomu z otwarcia. Na krajowym rynku stopy procentowej kontynuowany spadek stawek FRA o ok. 2-5 pb, stawki IRS były stabilne, a rentowności obligacji obniżyły się nieznacznie. Spadek stawek FRA wspierały kolejne komentarze członków RPP. Rano opublikowano wypowiedzi L. Koteckiego dla Bloombergu o tym, że lipcowa obniżka stóp może być początkiem cyklu, który prawdopodobnie będzie kontynuowany dwoma kolejnymi cięciami o 25 pb jeszcze w tym roku. Natomiast I. Dąbrowski mówił, że RPP mogłaby rozpocząć cykl obniżek stóp proc. w październiku i listopadzie ruchem o 25 pb, a docelowo główna stopa mogłaby zejść do 3,5 proc. w 2026 r. Ministerstwo Finansów sprzedało 51-tyg. bony za 2,0 mld zł, przy popycie 7 mld zł (bid-to-cover 2,86), rentowność wyniosła 4,35%. W ramach sprzedaży dodatkowej uplasowało 51-tyg. bony skarbowe za 45 mln zł. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji wyniosła 5,30%.

Rynki zagraniczne

Zmienność na rynkach międzynarodowych w piątek była ograniczona z uwagi na brak inwestorów z USA w związku Dniem Niepodległości. Kurs EURUSD oscylował w przedziale 1,173-1,178, a dolar nieznacznie przejściowo zyskał w trakcie piątkowej sesji. Uczestnicy rynku zwracali uwagę na ustawę Big & Beautiful uchwaloną przez Kongres. Amerykański rynek długu był nieczynny, a rentowności niemieckich obligacji pozostały względnie stabilne. Na koniec dnia rentowność amerykańskiej 10-latki wynosiła 4,36%, natomiast jej niemieckiego odpowiednika 2,56%. Indeksy europejskie notowały spadki w ślad za odnowionymi obawami inwestorów o amerykańskie cła oraz w związku z napięciem na linii UE-Chiny i tego, że do 9 lipca może być trudno o wypracowanie porozumień pozwalających na uniknięcie podwyższonych ceł.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 04 lipca						
14:00 Protokół z posiedzenia RPP	Polska	Czerwiec				
Poniedziałek 07 lipca						
08:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	Niemcy	Maj	-1.4%	1,2%	0.5%	
10:30 Indeks Sentix	EZ	Lipiec	0.2		1.2	
11:00 Sprzedaż detaliczna r/r	EZ	Maj	2.3%		1.4%	
Wtorek 08 lipca						
08:30 Inflacja CPI r/r	Węgry	Czerwiec	4.4%		4.6%	
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Rumunia	Maj	6.50%		6.50%	
Środa 09 lipca						
03:30 Inflacja PPI r/r	Chiny	Czerwiec	-3.3%		-3.1%	
03:30 Inflacja CPI r/r	Chiny	Czerwiec	-0.1%		0.0%	
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska	Lipiec				
20:00 Protokół z posiedzenia Fed	USA	Czerwiec				
Czwartek 10 lipca						
14:30 Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	5 lipca	Lipiec	233 tys.			
Piątek 11 lipca						
08:00 Inflacja CPI r/r fin.	Niemcy	Czerwiec	2.0%		2.0%	
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Czerwiec	5.45%		5.55%	
08:45 Inflacja CPI r/r fin.	Francja	Czerwiec	0.7%		0.9%	
Poniedziałek 14 lipca						
00:00 Eksport r/r	Chiny	Czerwiec	4.8%		5.2%	
00:00 Import r/r	Chiny	Czerwiec	-3.4%		-0.5%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Maj	-374 mln		-999 mln	-945 mln

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