



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

15 lipca 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS opublikuje szczegółowe dane o inflacji w czerwcu, która według szybkiego szacunku wyniosła 4,1% r/r wobec 4,0% r/r w maju. Nieznaczące przyspieszenie inflacji to w głównej mierze efekt wyhamowania spadków cen paliw oraz wzrostu inflacji bazowej, która według naszych szacunków wyniosła w czerwcu 3,4% r/r wobec 3,3% r/r w maju. Czerwiec to ostatni miesiąc, kiedy wskaźnik CPI przewyższał cel banku centralnego. Od lipca br. inflacja będzie znajdowała się w przedziale dopuszczalnych odchyłań inflacji od celu NBP, co zapewne wzmocni oczekiwania na obniżkę stóp procentowych o 25 pkt. baz. na wrześniowym posiedzeniu RPP.
- **GE:** Dziś o godzinie 11:00 opublikowany zostanie lipcowy indeks instytutu ZEW, Konsensus wskazuje na wzrost wartości wskaźnika do 50,0 pkt z 47,5 pkt w czerwcu.
- **US:** O godz. 14:30 poznamy najpewniej najważniejsze dane tego tygodnia, tj. o inflacji cen konsumenckich w czerwcu. Konsensus rynkowy zakłada indeks CPI i wskaźnik bazowy wynoszący 0,3% m/m wobec 0,1% m/m w maju. W ujęciu r/r oznacza to prognozy wzrostu CPI do 2,7% r/r z 2,4% r/r w maju oraz bazowego wskaźnika do 3,0% r/r z 2,8% r/r. Oczekiwany wzrost inflacji wynika częściowo z wzrostu cen ropy naftowej w czerwcu, niemniej najpewniej nieco wzrosła też inflacja innych towarów. Wobec wzrostu inflacji oraz niepewności co do układów handlowych po 1 sierpnia, Fed na posiedzeniu w dniach 29-30 lipca utrzyma stopy procentowe.

Wydarzenia i komentarze

- **CN:** PKB w Chinach wzrósł w 2Q 2025 o 5,3% r/r po wzroście o 5,4% r/r kwartał wcześniej. Dane te okazały się pozytywną niespodzianką - konsensus prognoz wynosił 5,1% r/r. Naszym zdaniem dane mają ogólnie pozytywną wymowę, gdyż pokazują sporą odporność gospodarki na wojnę celną pomiędzy Państwem Środka a Stanami Zjednoczonymi. Część wzrostu PKB w 2Q wynikała jednak ze zwiększenia produkcji i eksportu w obawie o jeszcze wyższe cła importowe USA. Stąd utrzymuje się podwyższona niepewność co do możliwości utrzymania niezłego tempa wzrostu w najbliższych kwartałach. Tym bardziej, że dane o popycie wewnętrznym nie mają pozytywnej wymowy. Stąd pomimo danych za 2Q lepszych od oczekiwań może być trudno o realizację celu chińskich władz wzrostu PKB w całym 2025 o 5,0%.
- **PL:** Saldo rachunku obrotów bieżących wyniosło w maju -1740 mln EUR wobec -594 mln EUR w kwietniu, co okazało się sporą negatywną niespodzianką. Za pogorszenie to odpowiadał przede wszystkim głębszy deficyt na rachunku dochodów pierwotnych. Raport do danych NBP wskazuje, że wynikało w dużym stopniu z transferów za granicę zysków z dywidend. Deficyt salda obrotów towarowych był natomiast zbliżony do odnotowanego w kwietniu. Saldo wyniosło -1,4 mld EUR wobec -1,3 mld EUR w kwietniu. Na wynik ten złożyło się przyspieszenie wzrostu eksportu do 4,2% r/r z -1,9% r/r. Import natomiast wzrósł o 5,2% r/r wobec 5,5% r/r. O ile wynik salda jest słaby to wymiana handlowa polski przyspiesza. NBP w raporcie pisze, że „w międzynarodowym handlu towarami coraz wyraźniej zaznaczają się tendencje wzrostowe”, choć „ożywienie nie przebiega jednakowo na wszystkich rynkach.” Spodziewamy się, że koniunktura u najważniejszych partnerów handlowych Polski będzie się powoli poprawiać, niemniej popyt krajowy będzie jeszcze silniej pomagał importowi. Tym samym, naszym zdaniem eksport netto towarów i usług w tym roku, podobnie jak w poprzednim, nie będzie pomagał wzrostowi PKB. Spory deficyt w maju nie budzi jednak obaw o sytuację Polski w obrotach bieżących.

Rynki na dziś

Amerykańskie indeksy zakończyły wczorajszy dzień na lekkim plusie. Prezydent Trump zagroził w weekend wysokimi cłami na kolejne kraje, ale część uczestników rynku ma nadzieję na kolejną rundę deeskalacji. Administracja prezydenta USA ogłosiła w poniedziałek wprowadzenie ponad 17% cła na świeże pomidory z Meksyku, a dziś ma ogłosić nowy plan inwestycyjny w AI (70 mld \$). Chiński PKB był lepszy od prognoz, a kontrakty futuresy na amerykańskie indeksy rosną po aprobacie dla Nvidii na eksport chipów do Chin. Oczekiwany wzrost inflacji w USA może kierować rentowności w górę. Wzrost długoterminowych rentowności w Europie może wywierać presję także na krajowy rynek.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2575	-0.1%
USD/PLN	3.6434	-0.2%
CHF/PLN	4.5764	0.0%
EUR/USD	1.1689	0.1%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.12	-3
WIBOR 3M	5.01	-2

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.39	2
5Y	4.86	2
10Y	5.34	2

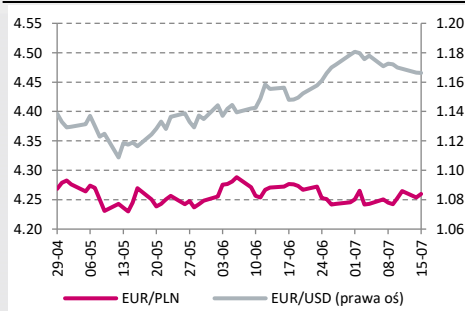
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.13	1
5Y	4.11	-1
10Y	4.47	3

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.73	4
US 10Y	4.42	2

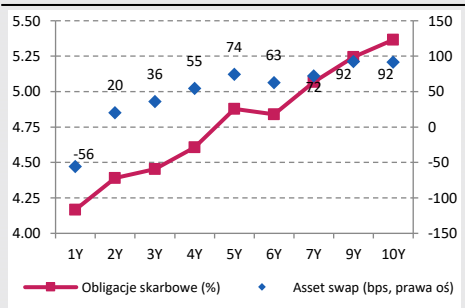
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	105605.9	0.5
DAX	24160.6	-0.4
S&P 500	6268.6	0.1

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

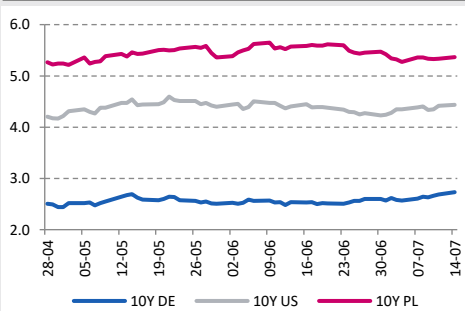
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



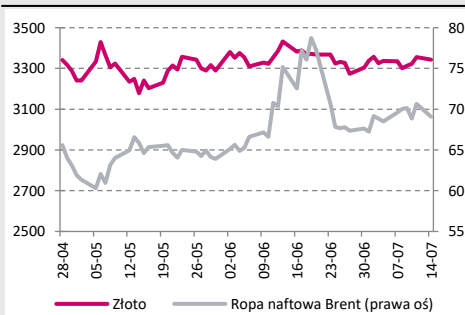
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Złoty odrabiał straty na wczorajszej sesji zyskując wobec euro do ok. 4,254 z ok. 4,26 przy stopniowym osłabianiu się dolara do euro. Złotemu nie sprzyjał słabszy od prognoz odczyt salda obrotów bieżących za maj. Na wczorajszej sesji większość głównych walut poza dolarem i frankiem szwajcarskim traciła do euro i na tym tle ruch złotego nie był imponujący. Na krajowym rynku stopy procentowej wzrost stawek rynkowych był kontynuowany. Stawki FRA, ale także IRS i rentowności obligacji rosły o ok. 3-6 pb. Wzrostom na krajowym rynku towarzyszył analogiczny ruch na rynku niemieckim. Ministerstwo Finansów poinformowało, że na śródomowym przetargu zaoferuje do sprzedaży obligacje o łącznej wartości 6-10 mld zł serii OK0128, PS0730, WZ0930, DS1035 i IZ0836.

Rynki zagraniczne

Wyniki indeksów akcyjnych w trakcie sesji europejskiej były mieszane. Inwestorzy analizowali sytuację po tym, jak prezydent USA D. Trump ogłosił 30% stawki celne dla UE i Meksyku, jeśli do 1 sierpnia nie zostanie osiągnięte porozumienie handlowe. W ostatnim czasie eskalację napięć handlowych były przeplatane deeskalacją, więc rynki finansowe podchodzą do kolejnych doniesień z ostrożnością, a część uczestników rynku ma nadzieję na kolejną rundę deeskalacji, stąd pierwsza reakcja może mieć czasem ograniczony zasięg. Jednocześnie rynek czeka na początek sezonu wyników za oceanem. Kurs EURUSD stopniowo rósł do ok. 1,169 z ok. 1,166, ale był to marginalny ruch w górę, a kurs zachowuje się wyjątkowo stabilnie od czwartku. Na bazowych rynkach długu rentowności amerykańskich obligacji były stabilne za to rosły o kilka punktów bazowych w przypadku niemieckich co sprzyjało euro. Na koniec dnia rentowność amerykańskiej 10-latki wyniosła 4,44%, natomiast jej niemieckiego odpowiednika 2,73%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 11 lipca						
08:00 Inflacja CPI r/r	Rumunia	Czerwiec	5.45%	5,7%	5.55%	
Poniedziałek 14 lipca						
Eksport r/r	Chiny	Czerwiec	4.8%	5.8%	5.0%	
Import r/r	Chiny	Czerwiec	-3.4%	1.1%	1.3%	
14:00 Saldo rachunku bieżącego (EUR)	Polska	Maj	-596 mln	-1740 mln	-999 mln	-945 mln
Wtorek 15 lipca						
04:00 PKB r/r	Chiny	Q2	5.4%	5.3%	5.1%	
04:00 Produkcja przemysłowa r/r	Chiny	Czerwiec	5.8%	6.4%	5.6%	
04:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Chiny	Czerwiec	6.4%	4.8%	5.6%	
10:00 Inflacja CPI r/r fin.	Polska	Czerwiec	4.0%		4.1%	
11:00 Indeks instytutu ZEW	Niemcy	Lipiec	47.5		50.0	
11:00 Produkcja przemysłowa m/m s.a.	EZ	Maj	-2.4%		0.6%	
14:30 Inflacja CPI r/r n.s.a.	USA	Czerwiec	2.4%		2.6%	
14:30 Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.	USA	Czerwiec	2.8%		2.9%	
Środa 16 lipca						
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska					
14:00 Inflacja bazowa r/r	Polska	Czerwiec	3.3%		3.3%	3.3%
14:30 Inflacja PPI r/r	USA	Czerwiec	2.6%		2.5%	
15:15 Produkcja przemysłowa m/m	USA	Czerwiec	-0.2%		0.0%	
20:00 Beżowa księga Fed	USA	Lipiec				
Czwartek 17 lipca						
11:00 Inflacja HICP r/r fin.	EZ	Czerwiec	2.0%		2.0%	
11:00 Inflacja bazowa HICP r/r fin.	EZ	Czerwiec	2.3%		2.3%	
14:30 Sprzedaż detaliczna m/m	USA	Czerwiec	-0.9%		0.0%	
Piątek 18 lipca						
08:00 Inflacja PPI r/r	Niemcy	Czerwiec	-1.2%		-1.3%	
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Lipiec	60.7		61.5	
16:00 1-roczone oczekiwania inflacyjne Uni. Michigan wst.	USA	Lipiec	5.0%			
Poniedziałek 21 lipca						
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	3.9%		1.6%	1.3%

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