



# 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

18 lipca 2025

## Informacje na dziś

- US:** Dziś o godzinie 16:00 opublikowany zostanie lipcowy raport Uniwersytetu Michigan o koniunkturze konsumenckiej w USA. Konsensus prognoz wskazuje na wzrost głównego indeksu nastrojów do 61,5 pkt z 60,7 pkt w czerwcu. Realizacja prognozy będzie świadczyła o stabilizowaniu się nastrojów konsumentów, które pogorszyły się w poprzednich miesiącach, w reakcji m.in. na zmiany w polityce handlowej. Z raportu najciekawsze wydają się oczekiwania inflacyjne konsumentów. W ostatnich odczytach inflacji można zauważyć wzrosty cen niektórych towarów w efekcie wprowadzonych już ceł. Obawa przed wzrostem dynamiki cen w reakcji wyższe stawki celne jest głównym argumentem Fedu za utrzymywaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Dzisiejszy odczyt może rozjaśnić, na ile te procesy przekładają się na oczekiwania konsumentów.

## Wydarzenia i komentarze

- US:** Sprzedaż detaliczna w USA wzrosła w czerwcu o 0,6% m/m, po spadku o 0,9% m/m miesiąc wcześniej. Dane znacząco przewyższyły konsensus prognoz, który wskazywał na stagnację (0,0% m/m). Najmocniej rosła sprzedaż m.in. aut i części (1,2% m/m), ubrań (0,9% m/m), a także sprzedaż w marketach budowlanych. Niezły wzrost odnotowano także w gastronomii (0,6% m/m). Informacje te pokazują pewną odporność amerykańskich konsumentów na zawirowania w polityce handlowej reformowanej przez D.Trumpę. Warto zauważyć, że pomimo znaczącego podwyższenia ceł na początku 2Q to w okresie kwiecień-czerwiec sprzedaż detaliczna w USA zwiększyła się względem poprzedniego kwartału. Wskazuje to, że wzrost konsumpcji gospodarstw domowych (towarów i usług) był solidny i wspierał odbudowę PKB w 2Q 2025. Według szacunków oddziału Fed w Atlancie amerykański PKB wzrósł w okresie kwiecień-czerwiec o 2,6% kw/kw (SAAR) po spadku o -0,5% kw/kw w 1Q, a więc w tempie zbliżonym do średniej historycznej. Dane o aktywności w gospodarce USA dają komfort Fed do kontynuowania stabilizacji stóp procentowych, które w tym miesiącu również nie ulegną zmianie. Kolejna decyzja zaplanowana na wrzesień jest niepewna. Sądzymy, że w przypadku ograniczonego wpływu wyższych ceł na inflację i słabnącego rynku pracy przestrzeń do obniżki znajdzie się. Kluczowe będą także ustalenia co do polityki celnej po 1 sierpnia.
- EZ:** Inflacja HICP w strefie euro wyniosła w czerwcu 2,0% r/r. Jest to zgodne z wstępnym odczytem i stanowi nieznaczny wzrost w stosunku do 1,9% r/r notowanego w maju. Inflacja znajduje się tym samym dokładnie w celu inflacyjnym Europejskiego Banku Centralnego. Roczna dynamika inflacji pozostaje podwyższona w kategorii usług (3,3%) i nieprzetworzonej żywności (4,6%). Podstawowa stopa procentowa EBC wynosi aktualnie 2,00%, a więc jest zbliżona do poziomu utożsamianego z neutralnym. Na posiedzeniu w przyszłym tygodniu Rada Prezesów EBC utrzyma w ocenie naszej i rynków finansowych obecny poziom stóp procentowych, przerywając cykl obniżek. Niemniej oczekiwania rynkowe wskazują na jeszcze jedno cięcie o 25 pb. Część członków prezesów w Radzie EBC wskazuje bowiem na potrzebę nieznacznie łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej podyktowaną negatywnymi ryzykami dla wzrostu gospodarczego i możliwej presji dezinflacyjnej wynikającej ze zmian w światowym handlu.

## Rynki na dziś

Czwartkowa sesja na Wall Street zakończyła się wzrostami indeksów w reakcji na wyniki spółek oraz najnowsze dane makro, w tym o sprzedaży detalicznej i przy spadku indeksu zmienności VIX. Ceny ropy lekka rosną po pożarach pól w Iraku i ulewnych deszczach w Zatoce Meksykańskiej. Izba Reprezentantów uchwaliła ustawę Trumpa o cięciach budżetowych, ale mimo to rentowności Treasuries rosną dziś rano. Po danych o niemieckim PPI wskazujących na utrzymanie dezinflacji, kluczowe dla rynku będą dziś nastroje konsumentów w lipcu, które mogły ulec poprawie oraz oczekiwania inflacyjne szczególnie w kontekście polityki celnej w USA. Dane z USA mogą ponownie wesprzeć dolara i działać w kierunku wyższego kursu USDPLN przy stabilizacji EURPLN. Rentowności krajowych obligacji mogą podążać za rynkami bazowymi w górę.

| Kursy walut |        | Δ %   |
|-------------|--------|-------|
| EUR/PLN     | 4.2540 | 0.0%  |
| USD/PLN     | 3.6703 | -0.2% |
| CHF/PLN     | 4.5613 | -0.1% |
| EUR/USD     | 1.1591 | 0.2%  |

| Rynek Pieniężny | (%)  | Δ bps |
|-----------------|------|-------|
| WIBOR 1M        | 5.11 | -1    |
| WIBOR 3M        | 5.00 | 4     |

| Obligacje PL | (%)  | Δ bps |
|--------------|------|-------|
| 2Y           | 4.40 | 0     |
| 5Y           | 4.89 | 0     |
| 10Y          | 5.40 | 2     |

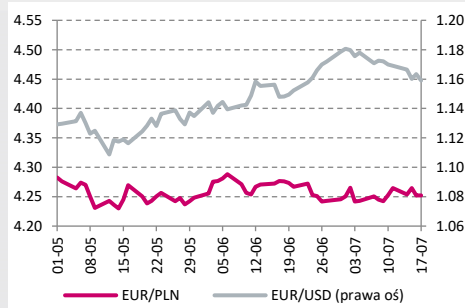
| IRS PLN | (%)  | Δ bps |
|---------|------|-------|
| 2Y      | 4.18 | 2     |
| 5Y      | 4.19 | 3     |
| 10Y     | 4.54 | 2     |

| Obligacje bazowe | (%)  | Δ bps |
|------------------|------|-------|
| DE 10Y           | 2.67 | -2    |
| US 10Y           | 4.44 | -1    |

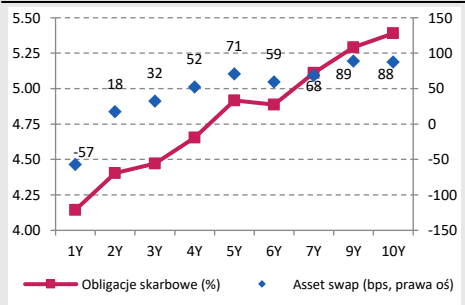
| Giełdy  | pkt.     | Δ % |
|---------|----------|-----|
| WIG     | 106681.7 | 1.1 |
| DAX     | 24370.9  | 1.5 |
| S&P 500 | 6297.4   | 0.5 |

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

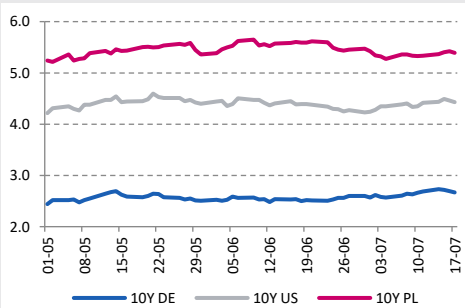
## Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



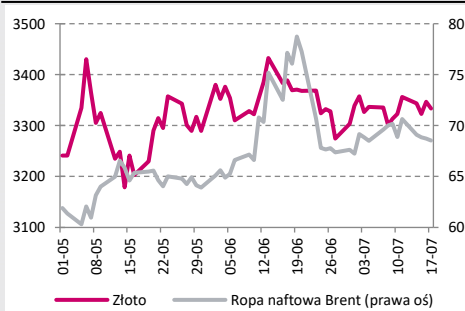
## Krajowy rynek stopy procentowej



## Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



## Ceny surowców [USD]



## Rynek krajowy

Na wczorajszej sesji zmienność kursu EURPLN na śródowej sesji była marginalna podobnie jak w całym tygodniu. Złoty nieznacznie tracił wobec euro do ok. 4,255 przy minimalnym umocnieniu dolara. Na krajowym rynku stopy procentowej stawki FRA rosły o 2-7 pb, rosły także stawki IRS. W pierwszej fazie sesji rosły także rentowności obligacji, ale wróciły do poziomów otwarcia pod koniec dnia, czemu sprzyjał spadek rentowności niemieckich obligacji.

## Rynki zagraniczne

Wczoraj kurs EURUSD obniżył się do 1,158 z ok. 1,162 notując podobne zmiany jak na poprzedniej sesji. To pokłosie lekkiego wzrostu dolarowych stawek FRA i spadku dla euro o kilka punktów bazowych w wyniku zmniejszenia oczekiwań na obniżki stóp ze strony głównych banków centralnych. W ostatnim okresie uczestnicy rynku obawiali się, że prezydent D. Trump może podejmować działania, które miałyby prowadzić do usunięcia J. Powella z urzędu. Choć D. Trump nie przestał sygnalizować potrzeby obniżki stóp to powiedział, że nie ma w planach przedterminowej wymiany szefa Fed. To mogło korzystnie wpływać na dolara. Ponadto pozytywnie zaskoczyły dane z amerykańskiej gospodarki zaskoczyły pozytywnie zarówno w przypadku tygodniowych danych z rynku pracy, indeksu Philadelphia Fed oraz sprzedaży detalicznej. To również sprzyjało odreagowaniu dolara, choć skala ruchu kursu EURUSD była ograniczona. Inflacja w strefie euro okazała się zgodna z oczekiwaniami lekko rosnąc do 2% z 1,9% bez istotnego wpływu na rynek. Europejskie indeksy giełdowe, rosły po czterech dniach spadków, wspierane przez dobre wyniki spółek. Na bazowych rynkach stopy procentowej po wzroście na otwarciu w drugiej części dnia rynkowe stopy procentowe zasadniczo spadały. Mimo to rentowności amerykańskich Treasuries były wyższe o ok. 3 pkt baz. wobec śródowego zamknięcia, a długoterminowe rentowności niemieckich obligacji były nieznacznie niższe. Na rynku ropy notowano lekkie spadki cen do ok. 71\$ za baryłkę Brent.

## 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%          | 4.1%              |                          |
| 11:00                 | Indeks instytutu ZEW                                | Niemcy  | Lipiec   | 47.5            | 52.7          | 50.0              |                          |
| 11:00                 | Produkcja przemysłowa m/m s.a.                      | EZ      | Maj      | -2.4%           | 1.7%          | 0.6%              |                          |
| 14:30                 | Inflacja CPI r/r n.s.a.                             | USA     | Czerwiec | 2.4%            | 2.7%          | 2.6%              |                          |
| 14:30                 | Inflacja bazowa CPI r/r n.s.a.                      | USA     | Czerwiec | 2.8%            | 2.9%          | 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%              | 3.3%                     |
| 14:30                 | Inflacja PPI r/r                                    | USA     | Czerwiec | 2.6%            | 2.3%          | 2.5%              |                          |
| 15:15                 | Produkcja przemysłowa m/m                           | USA     | Czerwiec | -0.2%           | 0.3%          | 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%          | 2.0%              |                          |
| 11:00                 | Inflacja bazowa HICP r/r fin.                       | EZ      | Czerwiec | 2.3%            | 2.3%          | 2.3%              |                          |
| 14:30                 | Sprzedaż detaliczna m/m                             | USA     | Czerwiec | -0.9%           | 0.6%          | 0.0%              |                          |
| Piątek 18 lipca       |                                                     |         |          |                 |               |                   |                          |
| 08:00                 | Inflacja PPI r/r                                    | Niemcy  | Czerwiec | -1.2%           | -1.3%         | -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