



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

21 lipca 2025

Informacje na dziś

- Ten tydzień to czas oczekiwania na informacje co do układów handlowych Amerykanów z najważniejszymi partnerami handlowymi. Inwestorzy będą także koncentrować się na zaplanowanym na czwartek posiedzeniu Europejskiego Banku Centralnego. Powszechne oczekiwania wskazują na stabilizację stóp procentowych.
- **PL:** Tydzień rozpoczynamy natomiast serią danych z krajowej gospodarki, które dopełnią obraz 2Q 2025. O godz. 10:00 GUS opublikuje dane z krajowego przemysłu w czerwcu. Według naszych szacunków produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 1,3% r/r po wzroście o 3,4% r/r w maju. Za spodziewane spowolnienie wzrostu odpowiada przede wszystkim układ kalendarza. W maju liczba dni roboczych wspierała dynamikę, w czerwcu efekt ten wygast. Zrealizowanie się naszej prognozy wskazywałoby na stagnację w polskim przemyśle.
- **PL:** O godz. 10:00 poznamy też dane z rynku pracy w czerwcu wśród firm zatrudniających co najmniej 10 pracowników. Spodziewamy się, że roczna dynamika zatrudnienia wyniesie -0,8% r/r, podobnie jak w maju. Utrzymanie dynamiki z maja przewidujemy także w przypadku wynagrodzenia (+8,4% r/r). Stabilizowanie się wzrostu płac nie zmienia oczekiwań obniżania się dynamiki płac. Dane z rynku pracy i z przemysłu nie powinny mieć wpływu na perspektywy decyzji RPP.

Wydarzenia i komentarze

- **PL:** NBP opublikował tzw. Szybki monitoring, czyli badanie koniunktury wśród firm. Według niego sytuacja finansowa przedsiębiorstw w 2Q pozostawała obniżona i pogorszyła się względem 1Q. Na kolejny kwartał firmy oczekują dalszego osłabienia. W horyzoncie 12 miesięcy spodziewane jest jednak stopniowe ożywienie popytu, także eksportowego i poprawa wyników finansowych. Raport wskazuje, że w warunkach słabszej koniunktury zatrudnienie obniżało się w 1Q, aczkolwiek kwartalne i roczne prognozy zmian zatrudnienia poprawiły się i kształtują się powyżej średniej wieloletniej. Udział firm odczuwających presję płacową „zauważalnie” obniżył się, do poziomu poniżej wieloletniej mediany. Sytuacja była jednak zróżnicowana pomiędzy sektorami. Natomiast w przypadku oczekiwań na 12 miesięcy udział firm planujących podwyżki wzrósł nieznacznie, choć obniżyła się ich skala. Plany inwestycyjne firm pozostają ograniczone. Wyniki ankiety NBP wskazują na wzrost optymizmu inwestycyjnego tylko w przedsiębiorstwach sektora publicznego. Firmy prywatne, w szczególności zagraniczne, pozostają bardziej ostrożne. Wyniki badania koniunktury wskazują na obraz względnie stabilnej gospodarki, słabnącej presji płacowej i niższego udziału firm planujących podwyżki cen. Negatywnym zaskoczeniem są dla nas słabe perspektywy inwestycyjne firm prywatnych, szczególnie zagranicznych, co jest kolejnym czynnikiem ryzyka dla spodziewanej skali odbicia nakładów w kolejnych kwartałach. Jest to tym większa niespodzianka, że oczekiwana jest stopniowe ożywienie popytu i poprawa wyników finansowych. Wydaje się nam jednak, że niepewność co do perspektyw gospodarki globalnej powstrzymuje firmy przed rozpoczęciem projektów inwestycyjnych.
- **US:** Odczyt lipcowego indeksu Michigan wyniósł 61,8 pkt, co lekko przewyższyło konsensus prognoz (61,5 pkt) i stanowi wzrost w stosunku do 60,7 pkt w czerwcu. Oznacza to, że nastroje konsumentów stabilizują się, po szoku związanym ze wzrostem napięcia w światowym handlu. Uspakają się także oczekiwania inflacyjne. Są one jednak podwyższone, co stanowi argument dla Fed do utrzymania stóp proc.

Rynki na dziś

Ubiegły tydzień zakończył się spadkami na giełdach za oceanem po doniesieniach, że D. Trump planuje wyższe cła na UE. W Azji na giełdach przeważały wzrosty, a jen umacnia się dziś po wyborach w japońskiego Senatu przegrane przez rządzących. Początek tygodnia stoi pod znakiem lekkiego umocnienia złotego, choć negatywnie na krajową walutę mogą działać nieco słabsze dane za czerwiec. Uczestnicy rynku będą czekać na posiedzenie EBC i zagraniczne dane, które mogą sprzyjać euro i złotemu. Krajowe stopy rynkowe mogą się stabilizować przy wzrostach na rynkach bazowych. W centrum uwagi pozostaną doniesienia na temat polityki handlowej USA i spekulacje na temat przyszłości szefa Fed.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4,2499	-0,1%
USD/PLN	3,6470	-0,6%
CHF/PLN	4,5590	-0,1%
EUR/USD	1,1654	0,5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5,12	1
WIBOR 3M	4,99	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4,41	1
5Y	4,92	3
10Y	5,39	-1

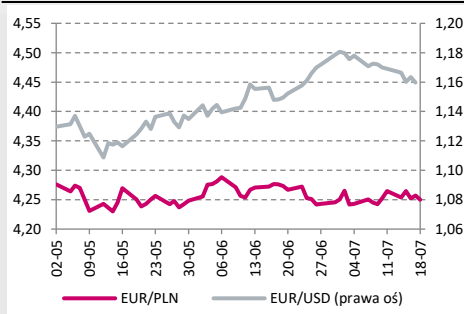
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4,17	-1
5Y	4,19	1
10Y	4,55	1

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2,69	2
US 10Y	4,43	-1

Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	108431,7	1,6
DAX	24289,5	-0,3
S&P 500	6296,8	0,0

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

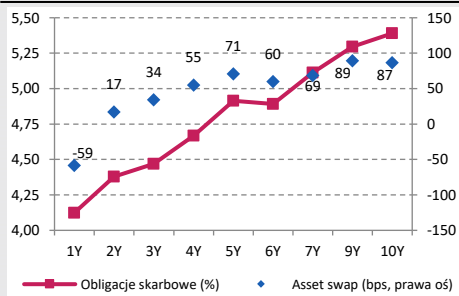
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



Rynek krajowy

Piątkowa sesja stała pod znakiem lekkiego umocnienia złotego. Kurs EURPLN obniżył się z ok. 4,257 w okolice 4,244, istotnego oporu technicznego, po czym ponownie nieznacznie wzrósł. Zmiany tej pary walutowej były marginalne, podobnie jak w całym minionym tygodniu. Złotemu mogło sprzyjać umacniające się przez większość dnia euro do dolara. NBP opublikował nowy szybki monitoring za 2Q., z którego wynika, że obniżył się kurs opłacalności eksportu, ale w przypadku kursu USDPLN kurs rynkowy jest tylko marginalnie powyżej kursu brzegowego opłacalności. Choć eksport do USA stanowi niewielki odsetek całkowitego eksportu (ok. 1,5% PKB) to obok ceł amerykańskich może działać negatywnie na eksport do Stanów Zjednoczonych. Przy dalszym osłabianiu dolara do euro i spadku kursu USDPLN oraz niższej inflacji może to potencjalnie skłonić przedstawicieli Ministerstwa Finansów lub NBP do działań w kierunku osłabienia kursu EURPLN i kontynuacji obniżek stóp procentowych, aby ograniczyć skalę umocnienia złotego wobec dolara. W tym samym kierunku oddziaływałyby obniżenie się presji płacowej w wynikach ankiety NBP, które jest argumentem za kontynuacją cyklu obniżek stóp procentowych. W piątek stawki IRS i rentowności obniżyły się o 2-3 pb.

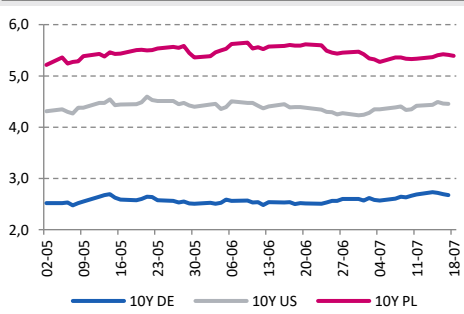
Krajowy rynek stopy procentowej



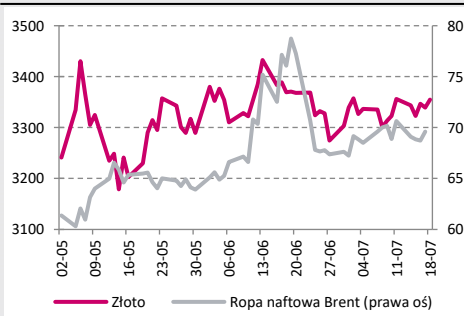
Rynki zagraniczne

W piątek rynki finansowe były pod wpływem wypowiedzi bankierów centralnych i napięć politycznych. Dolar amerykański odbił po wcześniejszych spadkach, ale w tle wciąż widnieje widmo dymisji prezesa Fed, która mogłaby wywołać gwałtowną przecenę dolara. Kurs EURUSD wzrósł do 1,159 z ok. 1,166, choć pod koniec sesji powrócił do ok. 1,163, w reakcji na dobre dane o nastrojach konsumentów Michigan za lipiec. Wypowiedzi przedstawicieli Fed zostały odebrane jako gołębnie, co zwiększyło oczekiwania na obniżki stóp procentowych jeszcze w tym roku. C. Waller z Fed wspominał, że możliwe że będzie głosował za obniżką stóp na lipcowym posiedzeniu, co zostało wsparte przez spadek oczekiwań inflacyjnych w raporcie Michigan. Rentowności amerykańskich obligacji skarbowych spadły - 2-letnie utrzymały się w okolicach 3,90%, a 30-letnie powyżej 5,03%, co przełożyło się na największe nachylenie między 2 i 30 letnimi obligacjami od 2021 roku (108 pb). Rentowności 10-letnich Treasuries wyniosła na koniec dnia 4,41%, ok. 2 pkt poniżej otwarcia, a rentowności 10-letnich Bundów po lekkim wzroście w pierwszej części dnia powróciły do poziomów z otwarcia do ok. 2,68%. Na rynku akcji S&P 500 i Nasdaq osiągnęły nowe rekordy, wspierane przez dobre wyniki spółek technologicznych.

Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 18 lipca						
16:00 Indeks Uniwersytetu Michigan wst.	USA	Lipiec	60.7	61.8	61.5	
Poniedziałek 21 lipca						
03:00 Stopa pożyczkowa - jednoroczna	Chiny	Lipiec	3.00%	3.00%	3.00%	
10:00 Produkcja przemysłowa r/r	Polska	Czerwiec	3.9%		1.6%	1.3%
10:00 Inflacja PPI r/r	Polska	Czerwiec	-1.5%		-1.7%	-1.7%
10:00 Wynagrodzenia r/r	Polska	Czerwiec	8.4%		8.6%	8.4%
10:00 Zatrudnienie r/r	Polska	Czerwiec	-0.8%		-0.8%	-0.8%
10:00 Produkcja budowlano-montażowa r/r	Polska	Czerwiec	-2.9%		-1.2%	-1.5%
Wtorek 22 lipca						
10:00 Sprzedaż detaliczna r/r	Polska	Czerwiec	4.4%		4.1%	3.2%
10:00 Koniunktura gospodarcza	Polska	Lipiec				
14:00 Podaż pieniądza M3 r/r	Polska	Czerwiec	10.3%		10.2%	10.1%
14:00 Decyzja ws. stóp procentowych	Węgry	Lipiec	6.50%			
Środa 23 lipca						
10:00 Stopa bezrobocia	Polska	Czerwiec	5.0%			
10:00 Koniunktura konsumencka	Polska	Lipiec	-9.3			
11:00 Przetarg sprzedaży obligacji	Polska					
Czwartek 24 lipca						
09:30 Indeks PMI dla przemysłu wst.	Niemcy	Lipiec	49.0		49.4	
09:30 Indeks PMI dla usług wst.	Niemcy	Lipiec	49.7		50.0	
10:00 Indeks PMI dla przemysłu wst.	EZ	Lipiec	49.5		49.8	
10:00 Indeks PMI dla usług wst.	EZ	Lipiec	50.5		50.8	
14:15 Decyzja EBC ws. stóp procentowych (stopa depo)	EZ	Lipiec	2.00%		2.00%	
15:45 Indeks PMI dla przemysłu wst.	USA	Lipiec	52.9		52.4	
15:45 Indeks PMI dla usług wst.	USA	Lipiec	52.9		52.9	
Piątek 25 lipca						
10:30 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Lipiec	88.4		89.2	
14:30 Zamówienia na dobra trwałego użytku m/m s.a. wst.	USA	Czerwiec	16.4%		-11.0%	
Poniedziałek 28 lipca						

Brak publikacji istotnych danych

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