



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

31 lipca 2025

Informacje na dziś

- **PL:** Dziś o godz. 10:00 GUS opublikuje wstępne dane o inflacji CPI w lipcu. Według naszych szacunków obniżyła się ona do 2,9% r/r z 4,1% r/r w czerwcu. W lipcu inflacja CPI powróci do przedziału celu inflacyjnego i pozostanie w nim przez kolejne kwartały.
- **GE:** O godz. 14:00 poznamy wstępne dane o inflacji CPI w Niemczech w lipcu. Konsensus prognoz wskazuje na spadek wskaźnika do 1,8% r/r z 2,0% r/r. Skala i trwałość spadku inflacji w strefie euro może decydować o kolejnej obniżce EBC w tym roku.
- **US:** O godz. 14:30 opublikowane zostaną dane z USA. W przypadku inflacji PCE (deflatora konsumpcji prywatnej) oczekuje się wzrostu do 2,5% r/r z 2,3% r/r. Dane mają ograniczone znaczenie, gdyż wczoraj poznaliśmy dane o delatorze PCE za 2Q2025, który wyniósł 2,0% kw/kw (SAAR) wobec 3,8% kw/kw w 1Q.

Wydarzenia i komentarze

- **US:** Zgodnie z oczekiwaniami, amerykańska Rezerwa Federalna utrzymała przedział dla podstawowej stopy procentowej na poziomie 4,25-4,50%. Lipcowa decyzja, w przeciwieństwie do poprzedniej, nie była jednorodna - dwóch członków opowiedziało się za obniżką stóp procentowych. Fed utrzymał również retorykę wait-and-see, nadal oceniając w komunikacie inflację jako „podwyższoną”, a rynek pracy jako „solidny”. Dodatkowo, podczas konferencji prasowej przewodniczący Fed, J. Powell, stwierdził, że pozostaje wiele niewyjaśnionych kwestii dotyczących wpływu wojen handlowych na gospodarkę, których analiza zajmie jeszcze dużo czasu. W lipcu pojawiły się jednak nieco bardziej łagodne elementy niż w czerwcu. W komunikacie po decyzji Fed wskazano, że „wzrost aktywności gospodarczej osłabł w pierwszej połowie roku”, podczas gdy w czerwcu określano go jeszcze jako „solidny”. Co więcej, Powell zaznaczył, że zarówno on, jak i inni bankierzy centralni, oceniają bilans czynników ryzyka dla rynku pracy jako przechylający się w dół. Naszym zdaniem członkowie Fed przesuwać nieznacznie punkt ciężkości z ryzyk inflacyjnych na sytuację na rynku pracy. Sądzymy, że nie wyklucza to realizacji scenariusza Fed z czerwca zakładającego dwie obniżki stóp procentowych o 25 pkt bazowych do końca tego roku. Niemniej rynki finansowe zinterpretowały posiedzenie jako jastrzębie - część inwestorów zaczęła oczekiwać mniejszej skali cięć kosztu pieniądza do końca roku.
- **US:** PKB w USA wzrósł w 2Q25 o 3,0% kw/kw w ujęciu odsezonowanym i zannualizowanym (SAAR) po spadku o -0,5% kw/kw przed kwartałem. Duża zmienność tych dynamik odzwierciedla wpływ zmian w polityce celnej USA. Odbudowa zapasów napędzała import na początku roku, co odwróciło się w 2Q, gdy import silnie spadł. Konsumpcja gospodarstw domowych wzrosła natomiast o 1,5 kw/kw po wzroście o 0,5% kw/kw. Mimo przyspieszenia wzrost popytu amerykańskich konsumentów w I poł. tego roku był najwolniejszy od pandemii, co może wynikać ze zmian w polityce oraz wysokich stóp procentowych. Perspektywy na II poł. roku pozostają umiarkowanie pozytywne, wspierane przez spadek niepewności po zawarciu porozumień handlowych z kluczowymi partnerami oraz oczekiwane luzowanie polityki fiskalnej od 4Q br.
- **EZ:** W 2Q PKB strefy euro wzrósł o 0,1% kw/kw wobec oczekiwanej stagnacji. Wzrost gospodarczy jest efektem m.in. dobrych wyników Hiszpanii i Francji, natomiast PKB Niemiec i Włoch skurczył się w stosunku do poprzedniego kwartału. Warto mieć na uwadze, że europejskie PKB w pierwszej połowie tego roku było zniekształcone przez zwiększenie eksportu, gdyż firmy amerykańskie przed wchodzeniem w życie nowych ceł kumulowały zapasy. Dane za lipiec pokazują dalszą poprawę koniunktury.

Rynki na dziś

Na giełdach w USA przeważały lekkie spadki na wczorajszym zamknięciu, częściowo w reakcji na mało gołębi Fed i wzrosty rentowności. Kurs EUR/USD zbliżył się do ważnego oporu technicznego w okolicach poziomu 1,14 i po tak znacznym spadku jest szansa na lekkie odreagowanie w górę. Z drugiej strony spadek inflacji w Niemczech i wzrost inflacji w USA mogą ograniczać ruch w górę kursu EURUSD. W przypadku EURPLN oznaczałoby potencjał do lekkiego umocnienia złotego. Spodziewany spadek inflacji w Polsce poniżej 3,0% r/r może wesprzeć spadek rentowności krajowego długu w trakcie dzisiejszej sesji.

Kursy walut		Δ %
EUR/PLN	4.2756	-0.1%
USD/PLN	3.7256	0.4%
CHF/PLN	4.5902	-0.3%
EUR/USD	1.1477	-0.5%

Rynek Pieniężny	(%)	Δ bps
WIBOR 1M	5.09	-1
WIBOR 3M	4.94	-1

Obligacje PL	(%)	Δ bps
2Y	4.29	4
5Y	4.83	3
10Y	5.42	3

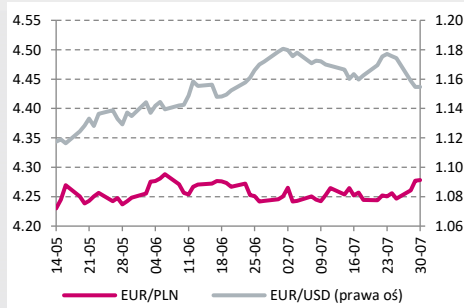
IRS PLN	(%)	Δ bps
2Y	4.10	4
5Y	4.13	7
10Y	4.51	5

Obligacje bazowe	(%)	Δ bps
DE 10Y	2.71	1
US 10Y	4.37	0

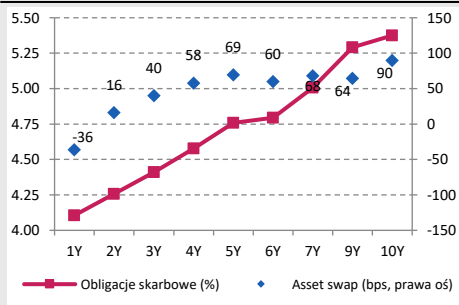
Giełdy	pkt.	Δ %
WIG	108896.7	0.8
DAX	24262.2	0.2
S&P 500	6362.9	-0.1

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

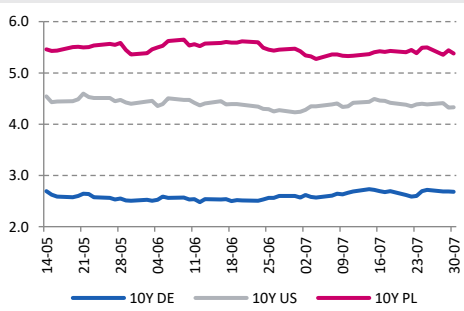
Kursy walutowe EUR/PLN i EUR/USD



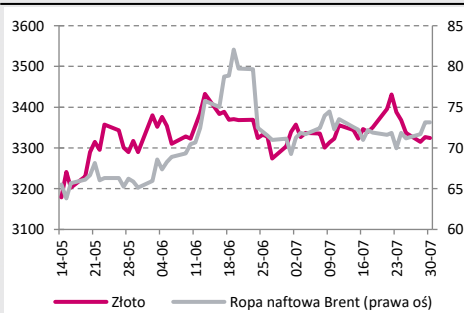
Krajowy rynek stopy procentowej



Rentowności długu USA, Niemiec i Polski [%]



Ceny surowców [USD]



Rynek krajowy

Po dwóch sesjach spadkowych złoty lekko zyskiwał wczoraj wobec euro, które traciło wobec wielu walut. Pozostałe waluty regionu były względnie stabilne do euro. Na krajowym rynku stopy procentowej przeważały wzrosty. Stawki FRA rosy o 5-7 pb, a IRS rosy o ok. 4 pb na całej krzywej, a rentowności obligacji rosy w nieco większym zakresie. Wsparciem dla ruchu wzrostowego były zmiany na rynkach bazowych. Na koniec dnia rentowność 10-letnich obligacji znalazła się na poziomie 5,48%.

Rynki zagraniczne

Ostabilnienie euro wobec było kontynuowane na wczorajszej sesji, a euro traciło do dolara do ok. 1,14 z ok. 1,1545, czyli kurs EURUSD powrócił do poziomów z początku czerwca. Skala korekty od 1,18 jest wciąż nieco mniejsza od tej obserwowanej na przełomie kwietnia i maja. Euro traciło na wartości od początku tygodnia w reakcji na porozumienie USA-UE, które zostało zinterpretowane jako niezbyt korzystne dla Europy. Z kolei wsparciem dla dolara były dobre dane o PKB oraz decyzja Fed o utrzymaniu stóp bez zmian oraz komentarze prezesa Fed J. Powella o tym, że polityka pieniężna powinna być restrykcyjna, ponieważ inflacja jest powyżej celu. Spadek kursu EURUSD jest głębszy niż zakładaliśmy, ale też ułatwiają go zbudowane wcześniej znaczne krótkie pozycje dolarowe. Na bazowych rynkach długu przeważały wzrosty rentowności przy czym dla USA były nieco wyższe o ok. 5-7 pb, niż dla obligacji niemieckich (ruch o ok. 3 pb), co również sprzyjało dolarowi. Rynek zmniejszył oczekiwania na obniżki stóp w USA w tym roku. Niemniej, rentowności amerykańskich 10-letnich Treasuries wzrosły na koniec dnia do ok. 4,37%, a niemieckich Bundów spadły do ok. 2,71%.

Kalendarium

Wskaźnik/Wydarzenie	Kraj	Okres	Poprzednie dane	Aktualne dane	Konsensus rynkowy	Bank Millennium prognoza
Piątek 25 lipca						
10:30 Indeks instytutu Ifo	Niemcy	Lipiec	88.4	88.6	89.2	
Poniedziałek 28 lipca						
Brak publikacji istotnych danych						
Wtorek 29 lipca						
16:00 Indeks zaufania konsumentów Conference Board	USA	Lipiec	95.2	97.2	95.0	
16:00 Liczba wakatów wg JOLTS	USA	Czerwiec	7.712 mln	7.437 mln	7.5 mln	
Środa 30 lipca						
10:00 PKB kw/kw wst.	Niemcy	Q2	0.4%	-0.1%	0.1%	
11:00 PKB kw/kw s.a. wst.	EZ	Q2	0.6%	0.0%	0.0%	
14:15 Raport ADP	USA	Lipiec	-23 tys.	104 tys.	80 tys.	
14:30 PKB annualizowany kw/kw wst.	USA	Q2	-0.5%	3.0%	2.5%	
20:00 Decyzja Fed ws. stóp procentowych	USA	Maj	4.25-4.50%	4.25-4.50%	4.25-4.50%	4.25-4.50%
Czwartek 31 lipca						
00:00 Decyzja BoJ ws. stóp procentowych	Japonia	Lipiec	0.50%	0.50%	0.50%	
03:30 Indeks NBS PMI dla przemysłu	Chiny	Lipiec	49.7	49.3	49.7	
03:30 Indeks NBS PMI dla usług	Chiny	Lipiec	50.5	50.1	50.3	
10:00 Inflacja CPI r/r wst.	Polska	Lipiec	4.1%		2.8%	2.9%
14:00 Inflacja CPI r/r wst.	Niemcy	Lipiec	2.0%		1.8%	
14:30 Dochody Amerykanów m/m	USA	Czerwiec	-0.4%		0.2%	
14:30 Wydatki Amerykanów m/m	USA	Czerwiec	-0.3%			
14:30 Inflacja PCE r/r	USA	Czerwiec	2.3%		2.5%	
14:30 Inflacja bazowa PCE r/r	USA	Czerwiec	2.7%		2.7%	
Piątek 01 sierpnia						
09:00 Indeks PMI dla przemysłu	Polska	Lipiec	44.8		45.6	
11:00 Inflacja HICP r/r wst.	EZ	Lipiec	2.0%		1.9%	
14:30 Zmiana zatrudnienia w sektorze pozarolniczym	USA	Lipiec	147 tys.		102 tys.	
14:30 Stopa bezrobocia	USA	Lipiec	4.1%		4.2%	
14:30 Płaca godzinowa m/m	USA	Lipiec	0.2%		0.3%	
16:00 Indeks ISM dla przemysłu	USA	Lipiec	49.0		49.6	
Poniedziałek 04 sierpnia						
10:30 Indeks Sentix	EZ	Sierpień	4.5			

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

Millennium
bank