

Coraz głębszy deficyt towarowy Polski

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Bieżący tydzień rozpoczął się od spadków na giełdach w Europie i USA, chociaż w Stanach Zjednoczonych w trakcie sesji indeksom udało się wyjść na plus. Nastroje inwestorów pogorszyły się na skutek ogłoszenia przez D.Trumpa 30% cła na towary z UE i Meksyku. W obawie przed eskalacją wojny handlowej, w połączeniu z rosnącymi wydatkami budżetowymi w Niemczech rentowności 30-letnich Bundów wzrosły do najwyższego poziomu od 2023. W poniedziałek złoty umacniał się wobec głównych walut – EURPLN spadł poniżej 4,26, a USDPLN – poniżej 3,65. Rentowności krajowych obligacji długoterminowych lekko wzrosły.
- Dzisiaj kumulują się najważniejsze publikacje tygodnia: czerwcowa inflacja w USA i finalny wskaźnik inflacji w Polsce. Interesujące będą również indeks ZEW z Niemiec za lipiec i dane o produkcji przemysłowej ze strefy euro za maj.**
- Inflacja w USA w czerwcu wg naszych i rynkowych oczekiwań wzrosła (PKOe: 2,7% r/r, kons.: 2,6% r/r) z 2,4% r/r w maju.** Wzrost w dużym stopniu będzie efektem czynników jednorazowych, w tym niskiej bazy z ubr. oraz wzrostu cen paliw w czerwcu br. Po dotychczasowych zaskoczeniach w dół, dane nie powinny mocno niepokoić Fed, choć zapewne uwadze Rezerwy nie umknie lekko podwyższona presja cenowa w kategoriach bazowych. Pierwszych reakcji na dane inflacyjne spodziewamy się już dziś – mają się wypowiedzieć M.Bowman i M.Barr z zarządu Fed.
- Inflacja CPI w Polsce w czerwcu wg wstępnych danych wzrosła do 4,1% r/r z 4,0% r/r w maju.** Szacujemy, że inflacja bazowa mogła wzrosnąć do 3,4% r/r z 3,3% r/r przed miesiącem, co oznaczałoby, że mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach osłabienia impetu inflacji bazowej, czerwiec przyniósł jego minimalne przyspieszenie. Nie wykluczamy, że dzisiejsze dane pokażą, że wynikało to tylko z jednorazowych zdarzeń, takich jak wzrost cen usług transportowych.
- Niemiecki wskaźnik ZEW w lipcu najpewniej wzrósł, wg konsensusu do 50,7 pkt. z 47,5 pkt. w czerwcu.** Byłaby to kolejna z rzędu poprawa nastrojów inwestorów, którzy coraz optymistyczniej oceniają perspektywy niemieckiej

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl
tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

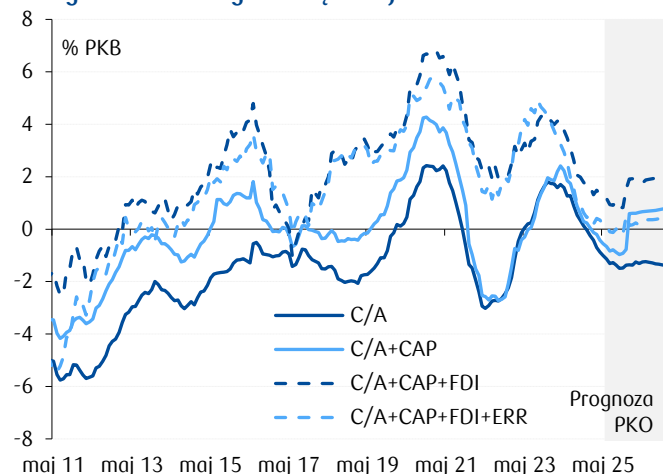
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-14	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2550	-0,2
USDPLN	3,6419	-0,1
CHFPLN	4,5704	-0,2
GBPPLN	4,8973	-0,6
EURUSD	1,1684	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,39	2
PL5Y	4,88	-1
PL10Y	5,37	1
DE10Y	2,72	4
US10Y	4,43	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 605,9	0,5
DAX	24 160,6	-0,4
S&P500	6 268,6	0,1
Nikkei**	39 637,6	0,5
Shanghai Comp.**	3 502,1	-0,5
Surowce:		
Złoto	3348,28	-0,5
Ropa Brent	69,21	-1,6

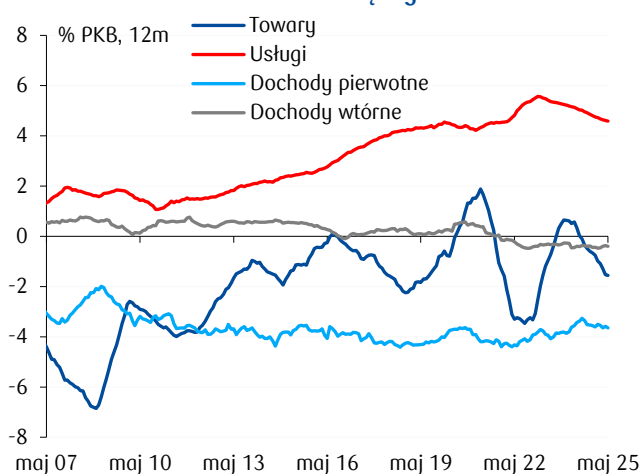
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Miary nierównowagi zewnętrznej Polski



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski.

Główne składowe rachunku bieżącego w Polsce



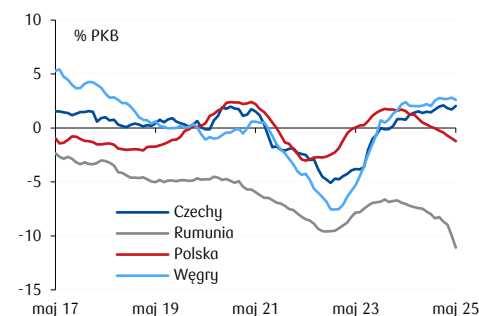
gospodarki. W czerwcu indeks ZEW zaskoczył pozytywnie, przebijając prognozy o ok. 20 pkt.

- **Produkcja przemysłowa strefy euro w maju wzrosła wg prognoz o 2,1% r/r wobec 0,8% r/r w kwietniu.** Wzrost produkcji wpisująłby się w oczekiwaną poprawę sygnalizowaną w badaniach koniunktury.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

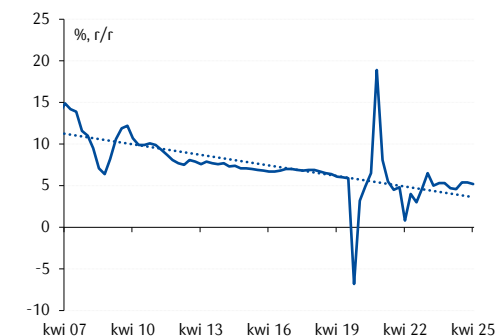
- **POL:** W maju deficyt rachunku obrotów bieżących pogłębił się do -1,74 mld EUR ze zrewidowanych w dół -596 mln EUR w kwietniu, silnie od oczekiwań (PKOe: -785 mln EUR, kons.: -999 mln EUR). W ujęciu 12-miesięcznym deficyt wynosi już 1% PKB, a jego wzrost się najpewniej jeszcze nie zakończył, chociaż obecnie nie oczekujemy przekroczenia 1,5% PKB. Główny winowajca to coraz głębszy deficyt towarowy, po maju równy 1,6% PKB. W ostatnich miesiącach stopniowo zmniejszała się też nadwyżka usługowa (po maju wyniosła 4,6% PKB), stabilne są z kolei deficyty w dochodach pierwotnych (-3,6% PKB) oraz wtórnych (-0,4% PKB). Więcej w Makro Flashu: [Niejednorodne ożywienie eksportowe](#).
- **CHN:** Produkt Krajowy Brutto w 2q25 wzrósł o 5,2% r/r, po wzroście o 5,4% r/r w 1q25 i wobec oczekiwań na poziomie 5,1% r/r. W ujęciu q/q PKB zwiększył się o 1,1%, wobec 1,2% kwartał wcześniej. Pomimo słabego popytu krajowego, chińska gospodarka utrzymała się na ścieżce wzrostowej dzięki inwestycjom i eksportowi. Spadek eksportu do USA o 24% r/r w 2q25 był zrekomensowany wzrostem sprzedaży na innych rynkach, w rezultacie eksport ogółem utrzymał dodatnią dynamikę. Miesięczne dane za czerwiec pokazały rozczarującą dynamikę sprzedaży detalicznej (4,8% r/r wobec 6,4% r/r miesiąc wcześniej) oraz zaskakująco silny wzrost produkcji przemysłowej (6,8% r/r wobec 5,8% r/r w maju). Siła sektora produkcyjnego połączona ze słabszym popytem rodzi obawy o nadprodukcję, której konsekwencją jest przedłużanie się procesów deflacyjnych. W pierwszej połowie 2025 chiński wzrost gospodarczy przekraczał wyznaczony przez władze cel – wyniósł 5,3% r/r wobec docelowego wzrostu w okolicy 5,0%. Biorąc pod uwagę globalną niepewność i słaby popyt krajowy druga połowa roku może być trudniejsza.
- **USA:** B.Hammack (Cleveland Fed, bez prawa głosu w 2025) powiedziała, że chciałaby zobaczyć dalszy spadek inflacji, zanim poprze obniżkę stóp procentowych i dodała, że „jeszcze nie osiągnęliśmy celu w zakresie inflacji”. Według przedstawicielki Fed ważne jest, aby poczekać i zobaczyć, jak wszystkie nowe polityki, które zostały wprowadzone, wpłyną na inflację. Wypowiedź B.Hammack wpisuje się w nasze i rynkowe oczekiwania, że Fed pozostawi stopy bez zmian na posiedzeniu 29-30 lipca, ale we wrześniu powróci do obniżek.
- **EU:** W artykule [Financing the Green Transition: The Role of Green Bonds in Renewable Electricity Expansion](#) autorzy (w tym z PKO BP) analizują kluczowe czynniki wpływające na rozwój produkcji energii ze źródeł odnawialnych (OZE). Wśród nich wyróżniają koszty inwestycji, ceny paliw kopalnych, warunki meteorologiczne oraz rozwój instrumentów finansowych wspierających zieloną transformację, zwłaszcza emisję zielonych obligacji. Zaskakującym wnioskiem może być brak istotnego wpływu poziomu rozwoju gospodarczego na produkcję energii odnawialnej, choć częściowo wynika to z tego, że jest on współliniowy z wielkością emisji zielonych obligacji. Badanie empiryczne oparte na danych panelowych z lat 2008–2022 wykazują, że niższe stopy procentowe znacząco zwiększają udział technologii OZE, szczególnie fotowoltaiki, zaś w mniejszym stopniu (choć nadal istotnie) wiatru i bioenergii. Co do energii generowanej z wody jej rozwój zależy głównie od czynników meteorologicznych. Wyższe ceny paliw kopalnych oraz większa emisja zielonych obligacji wspierają rozwój OZE – wzrost emisji zielonych

Saldo rachunku obrotów bieżących w państwach CEE



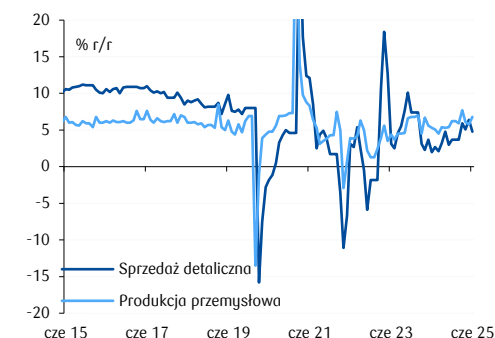
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wzrost PKB w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Miesięczne wskaźniki z chińskiej gospodarki



obligacji o 10% przekłada się na wzrost udziału energii wiatrowej o ok. 2% i słonecznej o 1,7%. Wyniki wskazują, że polityka monetarna, poprzez kształtowanie kosztu kapitału, stanowi istotny kanał wspierania strategii klimatycznej, zwłaszcza w sektorach o wysokiej kapitałochłonności i dużym udziale inwestycji prywatnych, takich jak fotowoltaika i farmy wiatrowe, zaś odpowiednio rozwinięty rynek zielonych obligacji znacząco wspomaga finansowanie transformacji energetycznej.

- **UE:** Komisarz ds. handlu M.Szefczowicz ocenił, że UE i USA zbliżają się do korzystnego dla obu stron wyniku rozmów handlowych i wyraził rozczarowanie listem prezydenta USA, zapowiadającym - mimo zaawansowanego etapu negocjacji - nałożenie cła 30% na unijny eksport.
- **CZE:** Rachunek obrotów bieżących w maju odnotował deficyt w wysokości 5,8 mld CZK, co oznacza poprawę r/r - deficyt był niemal 3-krotnie mniejszy niż rok wcześniej. Dane były zbliżone do oczekiwań rynkowych, choć nieco je przebiły - rynek prognozował deficyt na poziomie 5,98 mld CZK. Rachunek obrotów bieżących Czech wykazuje silną sezonowość, a deficyty w okresie wiosenno-letnim są typowe. Skumulowane 12-miesięczne saldo rachunku bieżącego wynosiło +139,7 mld CZK (1,7% PKB), co stanowi wzrost względem kwietnia.
- **USA:** Prezydent D.Trump ogłosił, że jeśli w ciągu 50 dni nie dojdzie do porozumienia z Rosją w sprawie wojny w Ukrainie, ogłosi surowe cła wobec Rosji i jej partnerów handlowych. Dodał, że stawka celna może wynieść 100%.
- **ROM:** Rząd Rumunii przetrwał w poniedziałek głosowanie nad wotum nieufności i przyjął program oszczędnościowy, który ma ograniczyć najwyższy w UE deficyt budżetowy. Głosowanie odbyło się w ramach przyspieszonej procedury zatwierdzania pakietu fiskalnego, który zakłada podwyżkę od 1 sierpnia podatku VAT, akcyzy oraz innych danin. Rząd przekonuje, że zmiany są konieczne, aby zapobiec obniżeniu ratingu kredytowego Rumunii i odblokować dostęp do funduszy unijnych.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 14 lipca						
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	10:00	mld CZK	14,4	-5,98	--	-5,8
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	14:00	mld EUR	-374	-999	-785	-1740
POL: Eksport (maj)	14:00	% r/r	-2,4	2,4	4,1	4,2
POL: Import (maj)	14:00	% r/r	3,5	2,7	4,0	5,1
Wtorek, 15 lipca						
CHN: Wzrost PKB (2q)	4:00	% r/r	5,4	5,1	--	5,2
ROM: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-2,4	--	--	3,7
POL: Inflacja CPI (cze., rew.)	10:00	% r/r	4,0	4,1	--	--
GER: Indeks instytutu ZEW (lip.)	11:00	pkt.	47,5	50,7	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (maj)	11:00	% r/r	0,8	2,1	--	--
USA: Inflacja CPI (cze.)	14:30	% r/r	2,4	2,6	2,7	--
USA: Inflacja bazowa (cze.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	--
Środa, 16 lipca						
EUR: Bilans handlowy (maj)	11:00	mld EUR	14	13	--	--
POL: Inflacja bazowa (cze.)	14:00	% r/r	3,3	3,4	3,4	--
USA: Inflacja PPI (cze.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (cze.)	15:15	% m/m	-0,2	0,1	--	--
Czwartek, 17 lipca						
EUR: Inflacja HICP (cze., rew.)	11:00	% r/r	1,9	2,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (cze., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (cze.)	14:30	% m/m	-0,9	0,1	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (cze.)	14:30	%, m/m	-0,3	0,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	227	234	--	--
Piątek, 18 lipca						
GER: Inflacja PPI (cze.)	8:00	% r/r	-1,2	-1,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (cze.)	14:30	mln	1,256	1,298	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (cze., wst.)	14:30	mln	1,394	1,386	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., wst.)	16:00	pkt.	60,7	61,5	--	--

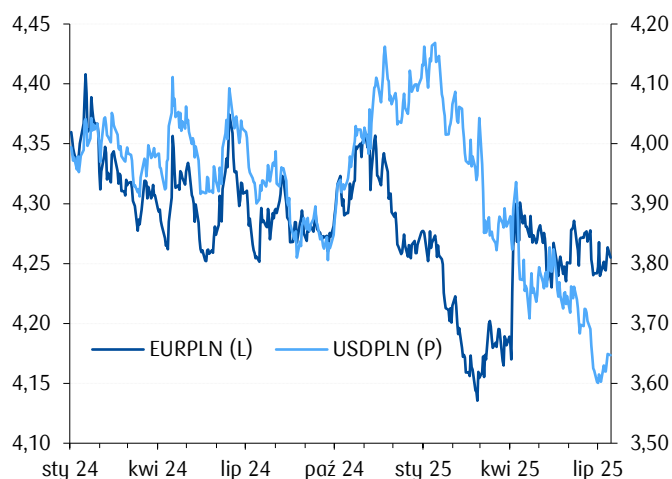
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

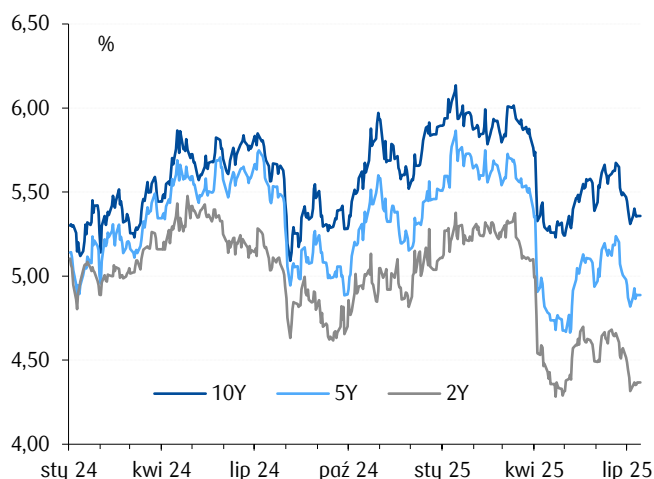
		Wartość 2025-07-14	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2550	-0,2	0,1	-0,4	0,1	-11,6
	USDPLN	3,6419	-0,1	0,6	-1,2	-6,5	-23,7
	CHFPLN	4,5704	-0,2	0,6	0,6	5,0	-6,2
	GBPPLN	4,8973	-0,6	-0,8	-2,4	-3,3	-13,9
	EURUSD	1,1684	-0,1	-0,5	0,8	7,0	15,9
	EURCHF	0,9310	0,0	-0,5	-0,9	-4,7	-5,8
	GBPUSD	1,3447	-0,4	-1,4	-1,1	3,6	13,1
	USDJPY	147,49	0,1	1,2	2,4	-6,6	7,3
	EURCZK	24,67	0,0	0,1	-0,5	-2,9	0,2
	EURHUF	399,98	0,0	0,1	-0,3	2,4	-2,7
Obligacje	PL2Y	4,39	2	4	-29	-72	-317
	PL5Y	4,88	-1	0	-24	-66	-203
	PL10Y	5,37	1	1	-24	-29	-125
	DE2Y	1,88	-3	3	3	-92	144
	DE5Y	2,21	-3	5	9	-23	135
	DE10Y	2,72	4	12	19	25	147
	US2Y	3,90	1	1	-7	-55	83
	US5Y	3,99	1	3	-5	-14	94
	US10Y	4,43	1	5	-3	21	144
Akcje	WIG	105 605,9	0,5	0,1	6,0	19,2	95,3
	WIG20	2 879,8	0,7	0,6	6,1	12,1	68,0
	S&P500	6 268,6	0,1	0,6	3,9	11,3	62,6
	NASDAQ100	22 855,6	0,3	0,7	4,2	12,1	92,7
	Shanghai Composite**	3 502,2	-0,5	0,8	3,3	17,8	5,7
	Nikkei**	39 640,1	0,5	0,1	3,5	-3,8	47,8
	DAX	24 160,6	-0,4	0,4	1,9	30,0	88,3
	VIX	19,48	1,5	-3,7	-3,9	37,0	-30,7
Surowce	Ropa Brent	69,2	-1,6	-0,5	-5,5	-18,4	-35,4
	Ropa WTI	68,2	-2,1	-1,4	-6,0	-18,1	-35,7
	Złoto	3348,3	-0,5	0,9	-1,6	37,6	92,7

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski, *zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych i surowców oraz w punktach bazowych dla rentowności obligacji, **zamknięcie dnia bieżącego.

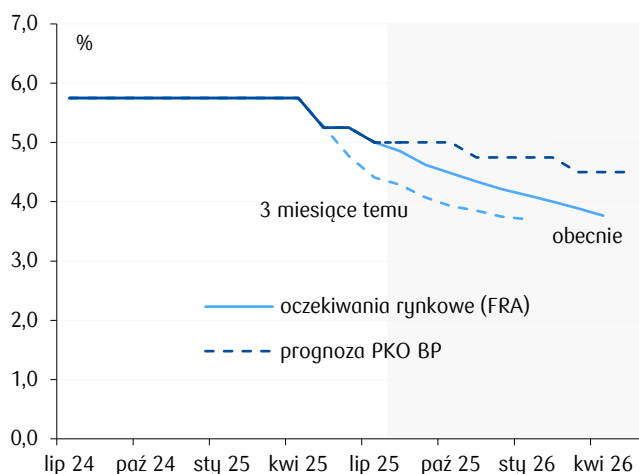
Notowania złotego wobec głównych walut



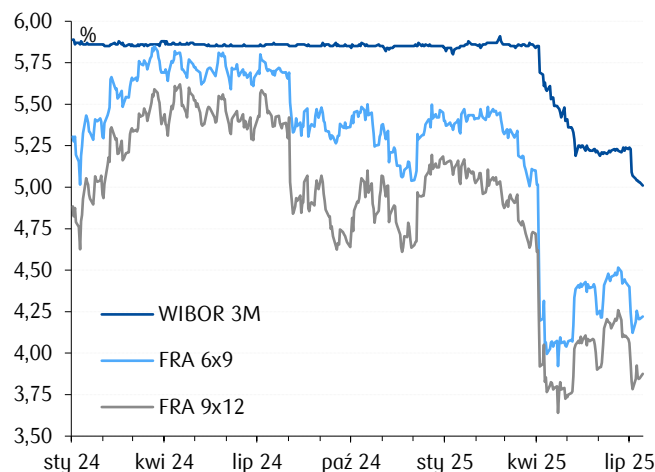
Rentowności polskich obligacji skarbowych



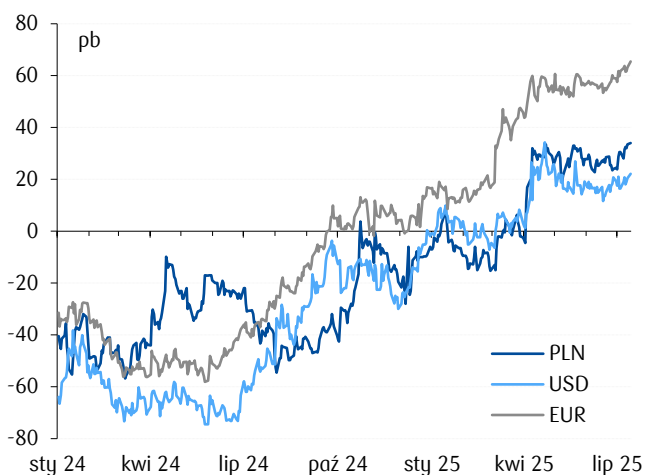
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



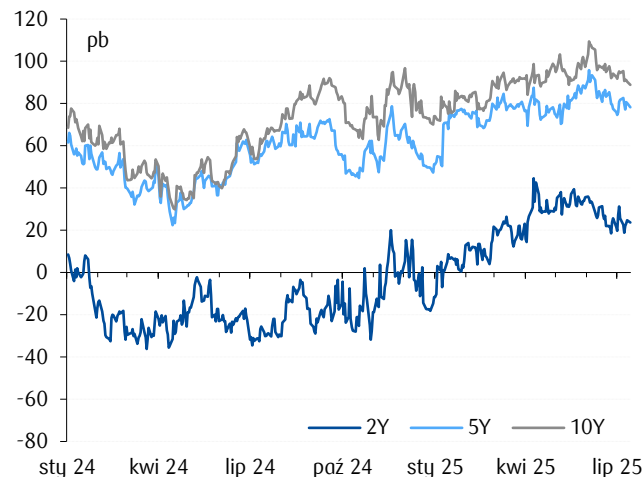
Krótkoterminowe stopy procentowe



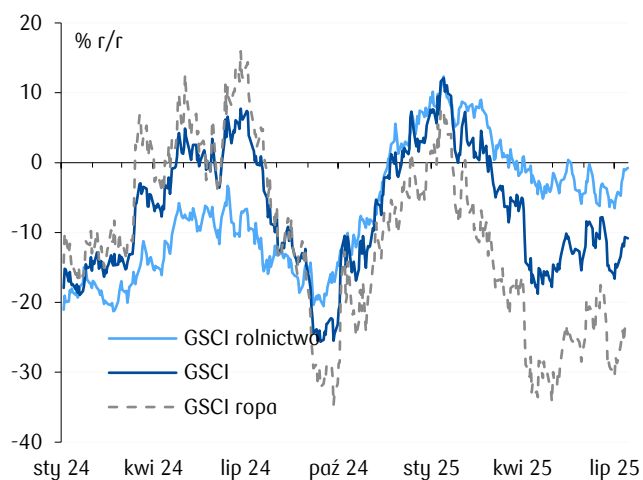
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



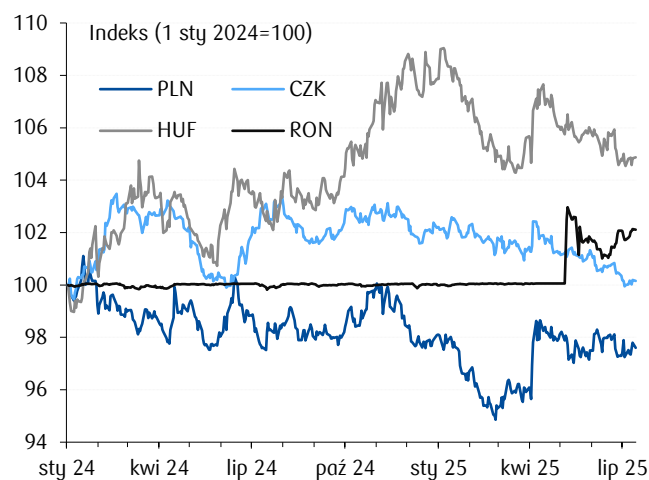
Spread asset swap dla PLN



Dynamika globalnych cen surowców w PLN



Kursy wybranych walut w regionie wobec EUR



Źródło: Datastream, NBP, obliczenia własne, *dla PLN, EUR 6M, dla USD 3M.

