

## Inflacja w Polsce i USA bez zaskoczeń

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Na Wall Street początkowo dominowały wczoraj dobre nastroje, wsparte m.in. niższą od oczekiwań inflacją bazową oraz informacjami, że Nvidia Corp. i Advanced Micro Devices Inc. wznowią częściową sprzedaż chipów do Chin. Pod koniec sesji dominowały już jednak spadki, m.in. na skutek spadku wiary inwestorów w obniżki stóp Fed. Rentowności obligacji w USA wzrosły, a na pozostałych rynkach bazowych były względnie stabilne. Dolar umocnił się wobec głównych walut. Zgodne z oczekiwaniami dane o krajowej inflacji były neutralne dla rynków, jednak umocnienie dolara nie sprzyjało złotemu. Kurs USDPLN wzrósł pod koniec dnia w okolice 3,67, a EURPLN przekroczył 4,26.
- **Dziś poznamy kolejne dane inflacyjne z USA – będzie to wskaźnik PPI za czerwiec**, co do którego oczekiwany jest minimalny spadek, do 2,5% r/r wobec 2,6% r/r w maju. **Dane o amerykańskiej produkcji przemysłowej za czerwiec powinny natomiast pokazać marginalne odbicie** (o 0,1% m/m) po spadku o 0,2% m/m w maju.
- **W Europie interesujące będą dane o bilansie płatniczym strefy euro za maj**, które mogą pokazać niewielkie zmiany w strukturze geograficznej eksportu i importu wynikające z napięć handlowych na linii UE-USA. Konsensus zakłada utrzymanie przez strefę euro nadwyżki w handlu zagranicznym na poziomie zbliżonym do notowanego w kwietniu (ok. 13 mld EUR).
- **W Polsce czeka nas jedynie publikacja inflacji bazowej**, którą po wczorajszych danych o inflacji CPI szacujemy na 3,4% r/r (w wariancie bez cen żywności i energii). Wzrost inflacji bazowej (z 3,3% r/r w maju) wynikałby z drożejących usług (+0,8% m/m), na co wpłynęły dwie niestabilne kategorie - usługi transportowe i turystyka zorganizowana za granicą. W innych segmentach nie dostrzegamy narastania presji inflacyjnej.
- **UE finiszuje prace nad Wieloletnimi Ramami Finansowymi na lata 2028-34**. O tym, jak może wyglądać kolejny unijny budżet pisaliśmy więcej w poniedziałkowym [Dzienniku Ekonomicznym](#).

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Inflacja CPI w czerwcu wzrosła do 4,1% r/r z 4,0% r/r w maju**, zgodnie z szacunkiem flash. Poziom cen był o 0,1% wyższy względem maja. Uważamy,

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

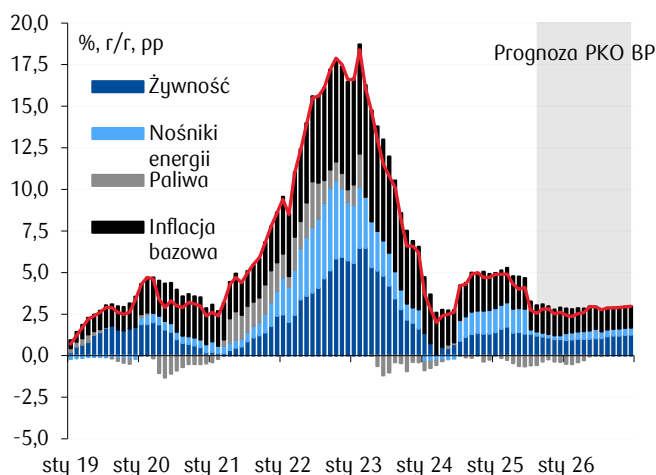
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-15	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2623	0,2
USDPLN	3,6687	0,7
CHFPLN	4,5821	0,3
GBPPLN	4,9208	0,5
EURUSD	1,1618	-0,6
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,40	1
PL5Y	4,92	1
PL10Y	5,40	1
DE10Y	2,72	-1
US10Y	4,48	6
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	105 484,8	-0,1
DAX	24 060,3	-0,4
S&P500	6 243,8	-0,4
Nikkei**	39 741,0	0,2
Shanghai Comp.**	3 500,0	-0,1
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3346,04	-0,1
Ropa Brent	68,71	-0,7

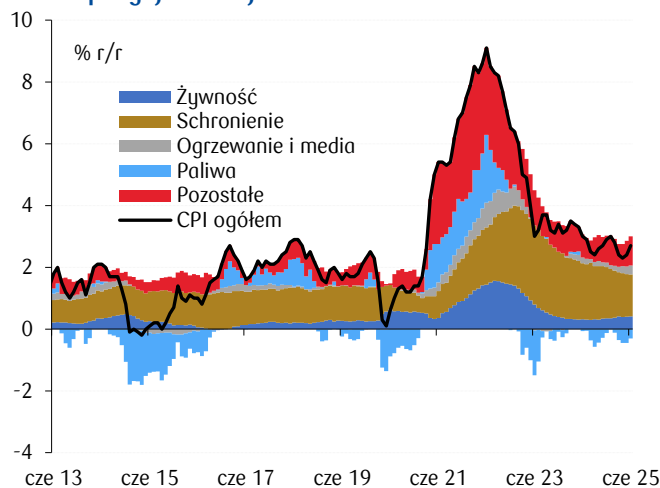
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Dekompozycja inflacji CPI w Polsce



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski.

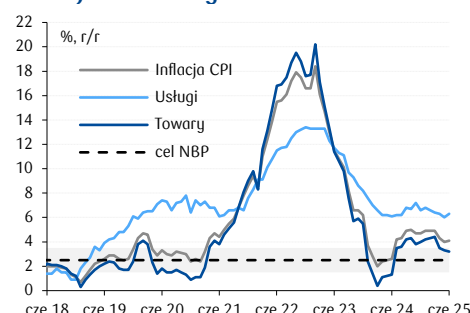
### Dekompozycja inflacji CPI w USA



że czerwiec był ostatnim miesiącem z inflacją wykraczającą ponad przedział dozwolonych odchyień od celu NBP – w lipcu oczekujemy jej spadku poniżej 3,0% r/r. Więcej w Makro Flashu: [Wakacyjna huśtawka cen w turystyce](#).

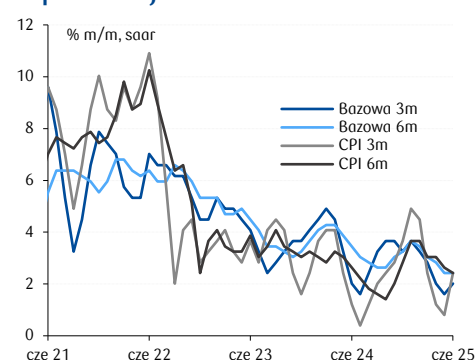
- USA:** Inflacja CPI w czerwcu wzrosła do 2,7% r/r wobec 2,4% r/r w maju, zgodnie z naszymi oczekiwaniami i minimalnie powyżej oczekiwań rynkowych. Głównym czynnikiem napędzającym wzrost inflacji były wyższe ceny ropy. Dodatkowo, na wzrost inflacji wpływały również wyższe ceny importowane, wynikające z wprowadzenia nowych ceł, oraz utrzymująca się „lepkosć” cen usług, zwłaszcza w sektorze mieszkaniowym. Inflacja bazowa zgodnie z oczekiwaniami wyniosła 2,9% r/r, wobec 2,8% r/r w maju. Jej miesięczny impet (0,2% m/m) był jednak nieco niższy niż prognozowano (0,3% m/m), co oznacza 5. z rzędu pozytywne zaskoczenie. Przyczyniły się do tego dalsze spadki cen samochodów. Członkowie FOMC oceniali ostatnio, że wpływ ceł zacznie się uwidaczniać w danych za miesiące letnie. Dlatego wzrost inflacji CPI utwierdza nas w przekonaniu, że na lipcowym posiedzeniu FOMC stopy pozostaną bez zmian. Obniżka stóp we wrześniu jest już znacznie bardziej prawdopodobna.
- USA:** T.Barkin (Richmond Fed, bez prawa głosu) powiedział, że ostatnie dane o inflacji CPI pokazują oznaki ponownego wzmocnienia presji cenowej i podobnie może być w kolejnych miesiącach. Podkreślił jednak, że skala przełożenia ceł na inflację stanowi duży znak zapytania, a ostatecznie przesądzi o niej relatywna siła sprzedawców i konsumentów. S.Collins (Fed w Bostonie, z prawem głosu) zaapelowała, by Rezerwa zachowała cierpliwość w rozważaniu obniżek stóp procentowych. W jej ocenie dobra kondycja przedsiębiorstw i korzystna sytuacja finansowa gospodarstw domowych mogą ograniczyć negatywne oddziaływanie ceł na gospodarkę. S.Collins poinformowała, że Fed w Bostonie opracował nową metodę, która kwantyfikuje przełożenie wyższych cen towarów importowanych na krajowe ceny konsumpcyjne. L.Logan (Fed w Dallas, tzw. alternate member) oceniła, że konieczne będzie utrzymywanie stóp na obecnym poziomie jeszcze przez jakiś czas, aby obniżyć inflację. Stwierdziła jednak także, że w przypadku pogorszenia sytuacji na rynku pracy i osłabienia presji cenowej, Fed będzie musiał relatywnie szybko dokonać zwrotu w swojej polityce. Zakładamy, że na posiedzeniu na koniec lipca Fed nie zmieni stóp procentowych, ale powróci do obniżek na kolejnym posiedzeniu, w połowie września.
- POL:** Deficyt budżetu po czerwcu wyniósł 119,7 mld PLN wobec 108,3 mld PLN w maju i założonego na cały rok limitu 289 mld PLN. W okresie styczeń-czerwiec dochody budżetu państwa wyniosły 264,3 mld PLN i były o 13% niższe niż rok wcześniej, głównie z powodu reformy finansowania samorządów, która zwiększyła udziały JST w podatkach PIT i CIT. Dochody podatkowe spadły o 14,3%, mimo wzrostu wpływów z VAT (+12,4%) i akcyzy (+2,5%), a za sprawą spadku wpływów do budżetu z podatków dochodowych. W warunkach porównywalnych (bez reformy JST), całkowite dochody budżetu byłyby wyższe o 71,2 mld PLN r/r. Wpływy z PIT dla całego sektora finansów publicznych wzrosły o 16% r/r. Wydatki budżetu państwa w okresie styczeń-czerwiec 2025 wyniosły 383,9 mld PLN i były o 2,7% wyższe niż rok wcześniej. Wzrost wynika głównie z marcowej spłaty 19 mld PLN zobowiązań PFR z tytułu „Tarcz Finansowych”. Realizacja deficytu po połowie roku jest zbliżona do tej z 2024, natomiast ocena pełnego obrazu finansów publicznych jest utrudniona przez istotne zmiany w ich strukturze. Pełniejszy obraz dają bardziej opóźnione dane dla całego sektora. W takim ujęciu deficyt po 1q25 wyniósł 6,9% PKB (dane wstępne) wobec 6,6% PKB na koniec 2024, przy wzroście dochodów o 6,5% r/r i wydatków o 10,6% r/r (w tym inwestycji sektora GG o 28% r/r). -
- POL:** J.Tyrowicz (RPP) oceniła, że w lipcu inflacja w Polsce będzie zbliżona do 2,6% r/r, ale procesy cenowe są nadal fundamentalnie

## Inflacja cen usług i towarów w Polsce



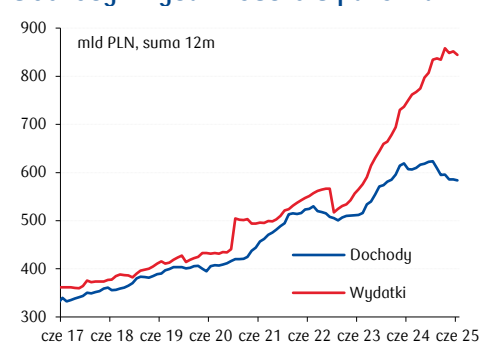
Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

## Impet inflacji w USA



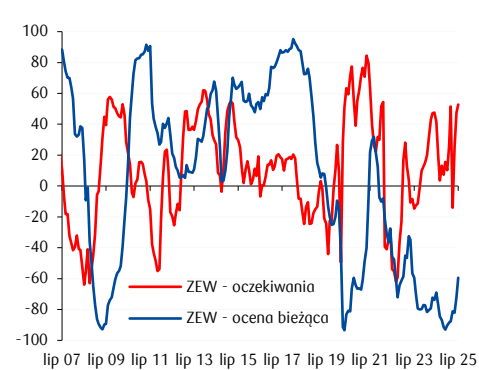
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Dochody i wydatki budżetu państwa



Źródło: MF, PKO Bank Polski.

## Indeks ZEW w Niemczech

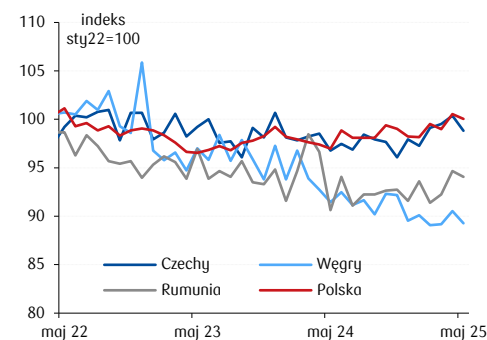


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

nieustabilizowane, a spadek inflacji to „efekt czysto statystyczny” -rok temu w lipcu częściowo odmrożono ceny energii, więc ten „ponadnormatywny wzrost rok temu znajdzie swoje niemal lustrzane odbicie w ponadnormatywnym spadku w obecnym roku”. J.Tyrowicz dodała, że „naturalnym jest, iż w danych CPI są grupy produktów, których ceny rosną szybciej niż wskaźnik ogólny, natomiast obecnie takich grup produktów jest o połowę lub dwa razy więcej niż normalnie.”

- **GER:** Indeks ZEW, mierzący zaufanie analityków i inwestorów instytucjonalnych, w lipcu wzrósł do 52,7 pkt., i ponownie przebił prognozy (kons.: 50,7 pkt.). Do wzrostu optymizmu mogły przyczynić się plany zwiększenia rządowych wydatków na inwestycje.
- **EUR:** Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 3,7% r/r, powyżej prognoz (2,1% r/r). Lepsze od prognoz dane to głównie efekt silnego wzrostu bardzo wahlowej produkcji w Irlandii (12,4% r/r po spadku o 12,5% r/r w kwietniu). Najsilniej zwiększyła się produkcja dóbr konsumpcyjnych nietrawnych (11,6% r/r) oraz dóbr kapitałowych (4,5% r/r). Wyższa niż przed rokiem była także produkcja energii. W ujęciu miesięcznym wzrost wyniósł 1,7%, a napędzały go przede wszystkim Irlandia (12,4% m/m) i Niemcy (2,2% m/m).
- **EUR:** J.Nagel (Bundesbank, EBC) opowiedział się za pauzą na najbliższym posiedzeniu EBC, 23 lipca. W jego ocenie na posiedzeniu we wrześniu EBC będzie mógł „na nowo rozważyć sytuację”. Bankier podkreślił dużą niepewność w zakresie oddziaływania ceł na gospodarkę i poziom cen. Powiedział, że priorytetem UE powinno być zawarcie porozumienia handlowego z USA, ale nie za wszelką cenę.
- **CEE:** Produkcja przemysłowa na Węgrzech w maju spadła o 2,6% r/r. Tempo spadku okazało się łagodniejsze niż w kwietniu, kiedy wyniosło 5,0% r/r. Po uwzględnieniu korekty kalendarzowej, skala spadku utrzymała się poziomie sprzed miesiąca (-2,4% r/r). Trend spadkowy utrzymuje się już trzeci rok, trwa od początku 2023, od kiedy tylko raz (lut24) zobaczyliśmy dodatnią roczną dynamikę po korekcie kalendarzowej. Spadki dotyczą przede wszystkim produkcji przemysłowej ukierunkowanej na rynek wewnętrzny. W przeciwieństwie do tego, produkcja eksportowa wzrosła o 1,4% r/r, co stanowi pierwszy taki przypadek od prawie dwóch lat. Wzrost odnotowano w produkcji dóbr transportowych (6,0% r/r) oraz elektronicznych (1,1% r/r). Strona popytowa nadal nie wykazuje poprawy – portfel zamówień był niższy o 11% r/r. Wszystkie te dane wskazują, że gospodarka węgierska trzeci rok z rzędu będzie bliska stagnacji. Według rządu lekarstwem na niekorzystną koniunkturę mają być wprowadzane reformy podatkowe. Produkcja przemysłowa w Rumunii w maju wzrosła o 3,7% r/r (wda) wobec 2,1% r/r w kwietniu. Wzrost ten był szczególnie widoczny w przetwórstwie, gdzie dynamika wyniosła 4,1% r/r. Najsilniejsze ożywienie zaobserwowano w branżach eksportowych: produkcja motoryzacyjna wzrosła o 10% r/r, produkcja mebli o 32% r/r, maszyn o 3,0% r/r, a sprzętu elektrycznego o 8,0% r/r. Pomimo poprawy produkcji w ostatnich miesiącach, w okresie styczeń-maj produkcja przemysłowa spadła o 1,3% r/r, co wskazuje, że pełne ożywienie jeszcze nie nadeszło. Ostatnie pozytywne dane budzą optymizm, jednakże czynniki takie jak nadchodzące zacieśnienie fiskalne, utrzymujące się wysokie koszty oraz ogólna niepewność ograniczają szanse na trwałe ożywienie gospodarcze. Produkcja przemysłowa w naszym regionie wciąż zmagają się z licznymi wyzwaniem. Polska i Czechy stopniowo poprawiają swoje wyniki, podczas gdy Rumunia, choć odnotowuje pozytywne zmiany, boryka się z niestabilnością. Na Węgrzech natomiast utrzymuje się trend spadkowy. Pierwsze oznaki poprawy popytu zewnętrznego budzą nadzieję, jednak w obliczu zawirowań celnych trudno ocenić, czy ta poprawa okaże się trwała.

## Produkcja przemysłowa w EŚW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Poniedziałek, 14 lipca</b>						
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
<b>Wtorek, 15 lipca</b>						
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	--	4,1
GER: Indeks instytutu ZEW (lip.)	11:00	pkt.	47,5	50,7	--	52,7
EUR: Produkcja przemysłowa (maj)	11:00	% r/r	0,8	2,1	--	3,7
USA: Inflacja CPI (cze.)	14:30	% r/r	2,4	2,6	2,7	2,7
USA: Inflacja bazowa (cze.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	2,9
<b>Środa, 16 lipca</b>						
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	--	--
<b>Czwartek, 17 lipca</b>						
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	--	--
<b>Piątek, 18 lipca</b>						
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	--	--

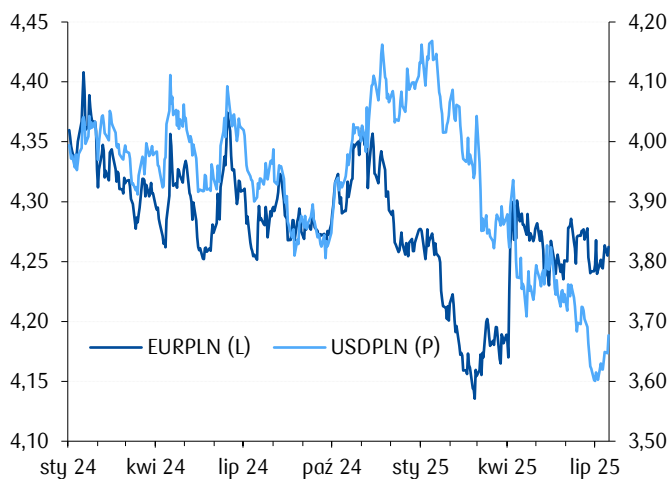
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

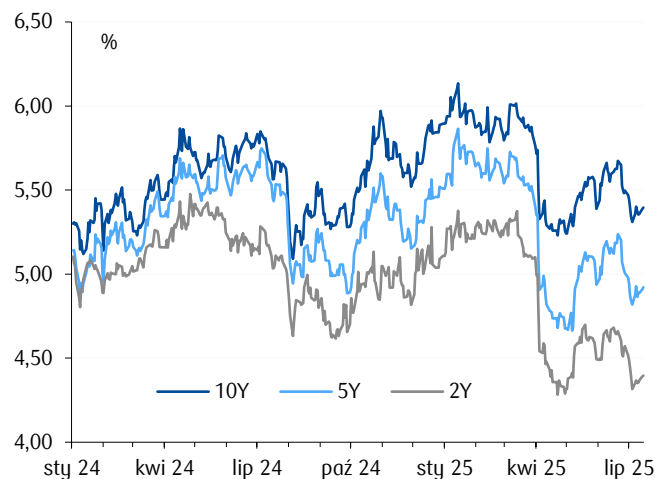
		Wartość 2025-07-15	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2623	0,2	0,4	-0,3	-0,5	-11,7
	USDPLN	3,6687	0,7	1,0	-1,1	-6,8	-23,2
	CHFPLN	4,5821	0,3	0,7	0,8	4,3	-6,2
	GBPPLN	4,9208	0,5	0,0	-1,6	-3,5	-13,8
	EURUSD	1,1618	-0,6	-0,6	0,8	6,8	14,9
	EURCHF	0,9302	-0,1	-0,3	-1,1	-4,6	-5,8
	GBPUSD	1,3396	-0,4	-1,1	-0,9	3,5	12,1
	USDJPY	148,82	0,9	1,3	2,5	-6,2	8,5
	EURCZK	24,67	0,0	0,0	-0,6	-2,7	1,2
	EURHUF	400,55	0,1	0,2	-0,7	2,2	-1,9
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,40	1	3	-26	-64	-355
	PL5Y	4,92	1	-1	-27	-53	-225
	PL10Y	5,40	1	-1	-23	-17	-147
	DE2Y	1,87	-1	0	0	-90	142
	DE5Y	2,27	-1	7	13	-14	142
	DE10Y	2,72	-1	7	18	28	157
	US2Y	3,95	5	5	1	-48	81
	US5Y	4,05	6	6	6	-4	103
	US10Y	4,48	6	8	9	32	158
<b>Akcje</b>	WIG	105 484,8	-0,1	-0,5	5,4	22,7	101,1
	WIG20	2 870,5	-0,3	-0,7	5,2	15,5	73,4
	S&P500	6 243,8	-0,4	0,3	4,4	10,2	64,2
	NASDAQ100	22 884,6	0,1	0,8	5,4	12,2	95,1
	Shanghai Composite**	3 499,8	-0,1	0,1	3,3	17,6	6,6
	Nikkei**	39 715,4	0,1	0,1	3,1	-3,8	50,0
	DAX	24 060,3	-0,4	-0,6	2,7	29,9	88,6
	VIX	19,39	-0,5	-2,2	-9,4	35,3	-30,4
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	68,7	-0,7	-2,1	-10,1	-17,9	-31,0
	Ropa WTI	67,8	-0,6	-2,6	-10,4	-17,3	-31,0
	Złoto	3346,0	-0,1	1,6	-1,2	36,2	91,8

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

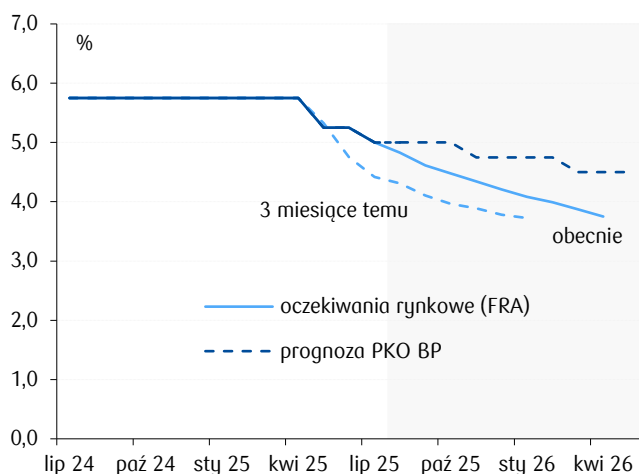
### Notowania złotego wobec głównych walut



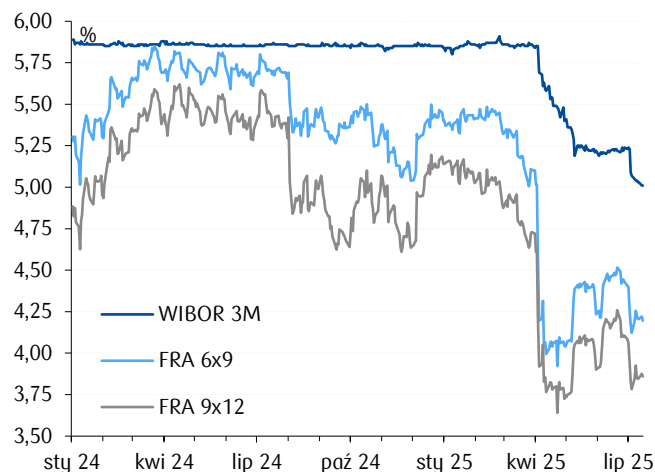
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



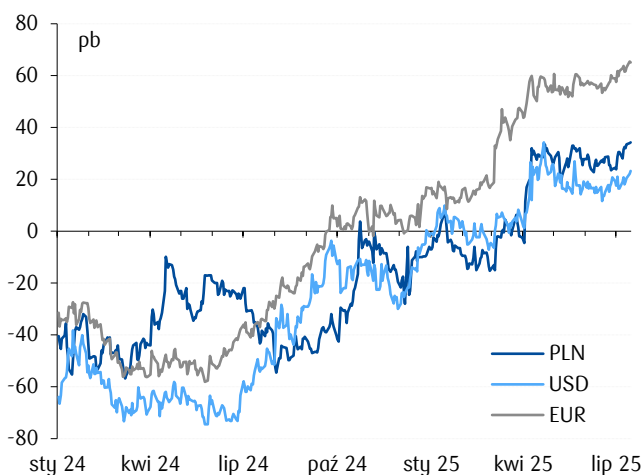
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



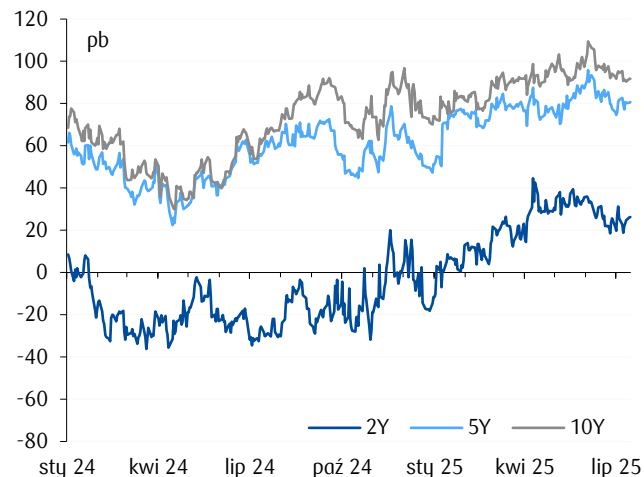
### Krótkoterminowe stopy procentowe



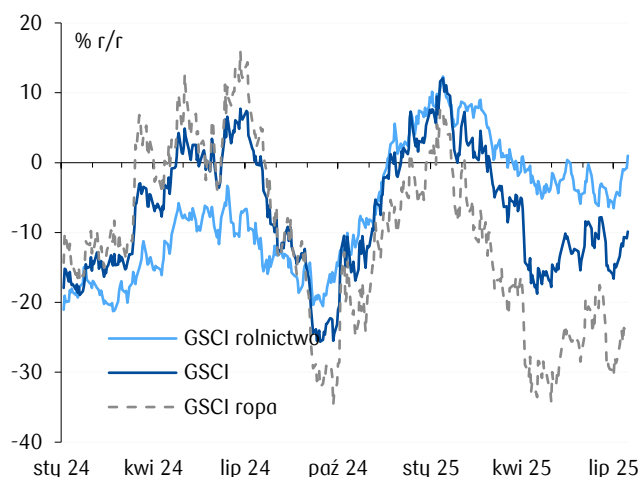
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



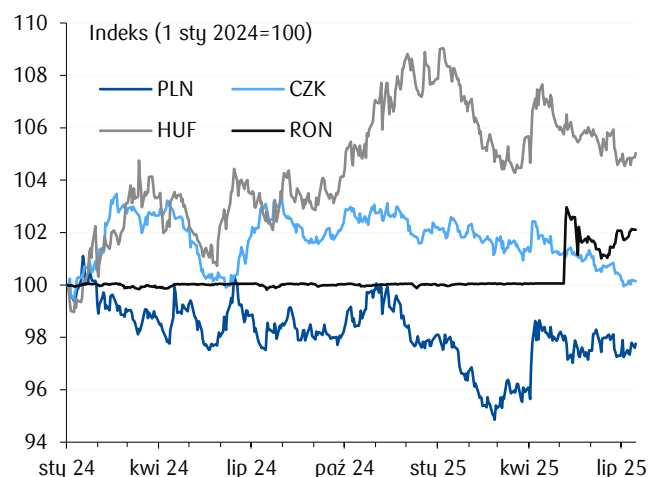
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

