

Niepewna przyszłość J.Powella?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsze obniżenie prognozy sprzedaży przez producenta półprzewodników ASML i pozytywne niespodzianki ze strony wyników największych amerykańskich banków nie zrobiły większego wrażenia na inwestorach, a początek sesji w USA był spokojny. Zmienność wygenerowały doniesienia dotyczące przyszłości J.Powella. Informacja, jakoby D.Trump miał wkrótce zwolnić szefa Rezerwy Federalnej zaowocowała spadkami na parkietach w USA i osłabieniem dolara. Dementi Prezydenta pozwoliło odrobić te spadki. Na rynku obligacyjnym niższa od oczekiwań inflacja PPI, sugerująca jak na razie brak przełożenia wyższych cel na ceny, skutkowała niewielkim spadkiem rentowności *Treasuries*. Na krajowym rynku złoty nieznacznie zyskał wobec euro, był stabilny wobec dolara. Krajowe rentowności wzrosły, silniej na krótkim końcu krzywej.
- **Dziś najciekawiej zapowiadają się amerykańskie dane – przede wszystkim o sprzedaży detalicznej za czerwiec**, które z jednej strony wskażą na zmiany preferencji konsumentów w wyniku zawirowań celnych, a z drugiej doprecyzują oczekiwania co do wzrostu PKB w 2q25 (w tym *nowcast* Atlanta Fed). Konsensus oczekuje niewielkiego wzrostu sprzedaży (+0,1% m/m) po dość głębokim spadku (-0,9% m/m) w maju. Jak co tydzień poznamy też dane o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych.
- **Ze strefy euro napłyną finalne dane inflacyjne za czerwiec**, ale nie oczekujemy zmian względem odczytu *flash*, który wskazał na wzrost inflacji HICP do 2,0% r/r z 1,9% r/r i stabilizację inflacji bazowej (2,3% r/r).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Inflacja bazowa bez żywności i energii w czerwcu wzrosła do 3,4% r/r z 3,3% r/r w maju, zgodnie z oczekiwaniami.** Przewidywał miar inflacji bazowej nie zmienił się istotnie – w czerwcu wynosił 2,5-4,5% r/r wobec 2,5-4,6% r/r w maju. W ujęciu miesięcznym ceny bazowe bez żywności i energii wzrosły o 0,3% m/m (po odsezonowaniu ok. 0,4% m/m), co jak pisaliśmy w [komentarzu](#) do pełnych danych inflacyjnych wynika z wpływu dwóch wahałych kategorii – usług transportowych oraz zorganizowanych wyjazdów turystycznych. Tym samym uważamy, że wzrost impetu inflacji bazowej

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

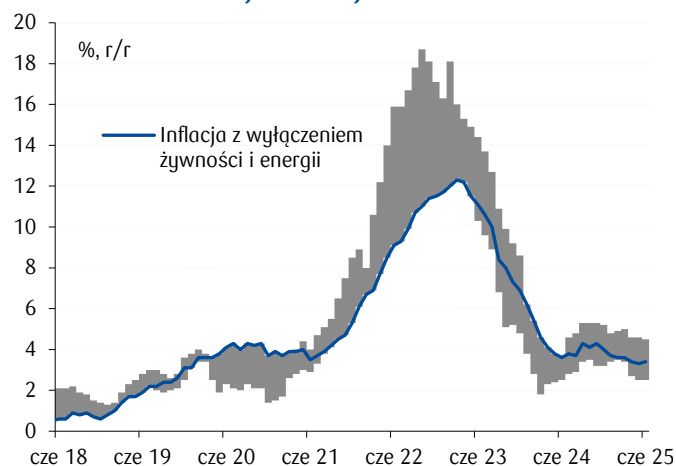
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-16	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2538	-0,2
USDPLN	3,6681	0,0
CHFPLN	4,5610	-0,5
GBPPLN	4,9024	-0,4
EURUSD	1,1597	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,45	5
PL5Y	4,95	3
PL10Y	5,42	3
DE10Y	2,69	-2
US10Y	4,45	-3
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 470,7	0,0
DAX	24 009,4	-0,2
S&P500	6 263,7	0,3
Nikkei**	39 716,6	0,1
Shanghai Comp.**	3 506,0	0,1
Surowce:		
Złoto	3348,50	0,1
Ropa Brent	68,52	-0,3

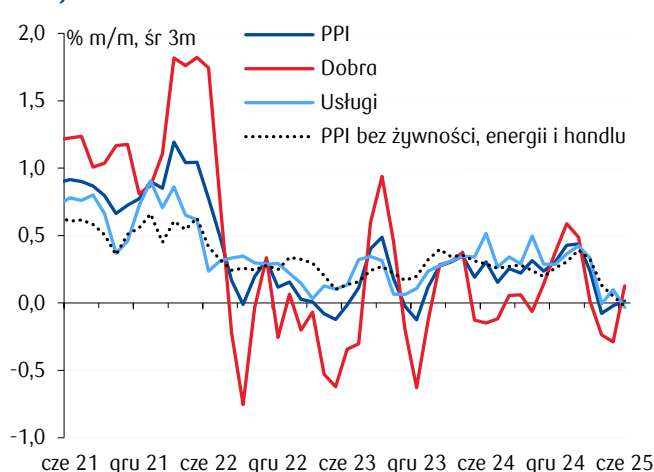
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Przewidywania miar inflacji bazowej



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski.

Inflacja PPI w USA



w czerwcu jest zjawiskiem jednorazowym, a w lipcu możliwe są wręcz spadki cen w ww. kategoriach. W szerszej perspektywie uważamy, że impet inflacji bazowej pozostanie niski, aczkolwiek do końca roku inflacja bazowa powinna być nieznacznie wyższa od inflacji CPI ogółem.

- **UE: Wieloletni budżet UE na lata 2028-34 wg propozycji KE wyniesie 2 bln EUR.** To wyraźnie więcej niż budżet obecnej perspektywy finansowej (na lata 2021-2027) wynoszący 1,2 bln EUR. Zwiększony budżet jest odpowiedzią na szereg wyzwań – od rosnącej globalnej konkurencji gospodarczej (w ubiegłorocznym raporcie M.Draghi ostrzegał, że UE stoi w obliczu luki inwestycyjnej sięgającej 800 mld EUR rocznie), po zwiększone potrzeby w zakresie obronności. **Plany krajowe to największa część budżetu – 865 mld EUR (48%), z czego 300 mld EUR przeznaczony zostanie na rolnictwo, a 218 mld EUR na wsparcie słabszych regionów.** Pozostałe środki podzielone są następująco: **23% na Fundusz Konkurencyjności**, 11% na globalne działania Europy, 3% na programy edukacyjne Erasmus+ oraz nowy program wsparcia społeczeństwa obywatelskiego Agora-EU, a 16% na inne wydatki. **Fundusz Konkurencyjności, o wartości 451 mld EUR**, przeznaczony będzie na inwestycje w obszarze czystych technologii, technologii cyfrowych, biotechnologii, obronności, przestrzeni kosmicznej i bezpieczeństwa żywnościowego. W propozycji KE zawarty jest też **specjalny mechanizm kryzysowy**, który może obejmować pożyczki o wartości do prawie 400 mld EUR. Byłby on uruchamiany przez Radę UE (państwa członkowskie) za zgodą Parlamentu Europejskiego. PAP powołując się na źródło unijne podaje, że „wszystko wskazuje na to, że **Polska będzie największym beneficjentem narodowego i regionalnego planu w nowym budżecie UE** (chodzi o politykę spójności, rolnictwo i fundusze na obronę granic). **KE zapowiedziała, że przestrzeganie zasad rządów prawa będzie kluczowym warunkiem korzystania ze środków unijnych.** Zasada ta, wbrew niedawnym zapewnieniom U.von der Leyen, **obejmie wszystkie środki i będzie stosowana w ramach tzw. inteligentnej warunkowości.** Opłata ETS2 w projekcie budżetu „nie widnieje jako źródło dochodów”, co oznacza, że Komisja zakłada opóźnienie jej wejścia w życie, tak jak chciała tego Polska. Politycznie, projekt budżetu otworzy wielomiesięczny, trudny proces negocjacyjny. **Ostateczny kształt budżetu musi zostać zatwierdzony jednomyślnie przez wszystkie państwa członkowskie oraz uzyskać zgodę Parlamentu Europejskiego.**
- **USA: Agencja Bloomberg poinformowała wczoraj, że D.Trump miałby wkrótce zwolnić Prezesa Rezerwy Federalnej J.Powella.** Według doniesień medialnych Prezydent miał spytać republikańskich kongresmenów czy powinien to zrobić i zasugerować, że jest to jego zamiar. Doniesienia osłabiły dolara i wywołały spadki na amerykańskich parkietach. **D.Trump częściowo zdementował te informacje** twierdząc, że chociaż niczego nie może wykluczyć, **zwolnienie J.Powella jest bardzo mało prawdopodobne, chyba że musiałby odejść z powodu oszustwa.** Prezydent, poza krytyką polityki pieniężnej prowadzonej przez Rezerwę, kwestionował ostatnio proces renowacji budynków Fed w Waszyngtonie, twierdząc że projekt jest nadmiernie wystawny, przekracza budżet i sugerując możliwe nieprawidłowości finansowe.
- **USA: J.Williams (NY Fed, z prawem głosu) powiedział, że w danych jak na razie widać ograniczony wpływ ceł na ceny, jednak w kolejnych miesiącach oddziaływanie polityki handlowej na inflację wzrośnie.** W jego ocenie w 2h25 i 2026 cła będą podbijać inflację o ok. 1pp. J.Williams spodziewa się wyhamowania tempa wzrostu gospodarczego w tym roku do ok. 1% i wzrostu bezrobocia do ok. 4,5% (vs 1,4% i 4,5% w ostatniej projekcji FOMC). Chociaż bankier odmówił komentarza do zamieszania wokół przyszłości J.Powella, to podkreślił, że niezależność banku centralnego zwiększa jego skuteczność w realizacji celu inflacyjnego i wspierania gospodarki. **R.Bostic (Atlanta Fed,**

bez prawa głosu) zadeklarował tymczasem, że nadal popiera utrzymywanie stóp procentowych na niezmiennym poziomie, bo dane wskazują na pewną odbudowę presji inflacyjnej.

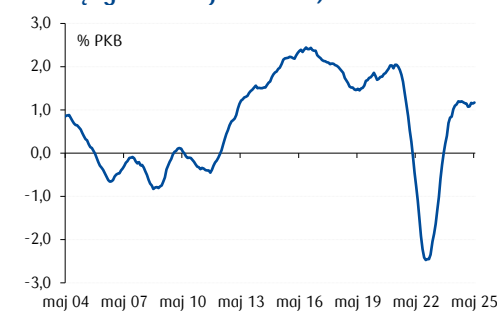
- USA: Inflacja PPI w czerwcu obniżyła się do 2,3% r/r z 2,7% r/r w maju (rewizja z 2,6% r/r), głębiej od oczekiwań (2,5% r/r).** W ujęciu miesięcznym poziom cen nie zmienił się. Ceny dóbr finalnych wzrosły o 0,3% m/m, ale zostało to zrekomensowane spadkiem cen usług o 0,1% m/m. W ciągu ostatnich 4 miesięcy poziom cen produkcji sprzedanej wręcz się obniżył (o 0,1%), co jest szczególnie istotne biorąc pod uwagę zapowiadane i już dokonane podwyżki stawek celnych, mogące wpływać na koszt komponentów produkcyjnych. Inflacja bazowa PPI (po wykluczeniu żywności, energii i handlu) obniżyła się do 2,5% r/r z 2,8% r/r w maju. Szczegółowe dane wskazują, że w czerwcu o 0,8% m/m podrożał sprzęt telekomunikacyjny, co można częściowo powiązać z wpływem ceł (choć w tej kategorii od połowy 2021 występuje trwały trend wzrostowy). Istotnie, aż o 21,8% m/m, spadły ceny jajek, które od marca tanieją po tym jak ich ceny ustanowiły rekordy. Za spadek cen usług w czerwcu w przeważającej mierze odpowiadają ceny hoteli. Podsumowując, dane wskazują, że jak na razie wyższe cła nie przekładają się na wzrost cen produkcji w USA, co wg nas wynika m.in. z wysokich zapasów zgromadzonych przez firmy.
- USA: Produkcja przemysłowa w czerwcu wzrosła o 0,3% m/m (kons.: 0,1% m/m) po tym, jak w kwietniu i maju była stabilna (rewizja w górę).** W ujęciu rocznym produkcja wzrosła o 0,7%. Produkcja w przetwórstwie przemysłowym wzrosła o 0,1% m/m, podczas gdy w górnictwie spadła o 0,3% m/m. Wykorzystanie mocy produkcyjnych zwiększyło się do 77,6% z 77,5% w maju, ale pozostaje o 2pp poniżej długoterminowej średniej.
- USA: Prezydent D.Trump powiedział, że najprawdopodobniej niebawem nałoży cła na import farmaceutyków i półprzewodników do USA.** W przypadku ceł na leki początkowo (np. przez rok) stawki mają być niskie, by firmy farmaceutyczne mogły przenieść produkcję do USA, a w dalszym okresie stawki mają być „bardzo wysokie” (wcześniej Prezydent wspominał o stawce 200%). Prezydent zapowiedział także, że ok. 150 państw, z którymi USA mają niewielkie powiązania gospodarcze, niedługo otrzyma pisma z informacją o nowej stawce celnej, jednakowej dla wszystkich. Ma ona wynosić 10-15%.
- EUR: Strefa euro w maju odnotowała nadwyżkę w handlu zagranicznym towarami w wysokości 16,2 mld EUR wobec 11,1 mld EUR w maju, powyżej oczekiwań (13 mld EUR).** Poprawa wynikała głównie ze wzrostu nadwyżki w handlu produktami chemicznymi (do 24,3 mld EUR z 22,0 mld EUR) i maszynami (12,9 mld EUR z 12,1 mld EUR). Eksport w maju wzrósł o 0,9% r/r, podczas gdy import spadł o 0,6% r/r. Jednocześnie znaczenie eksportu (w relacji do nominalnego PKB) systematycznie spada. W maju 2025 eksport stanowił równowartość 19% PKB strefy euro podczas gdy na początku 2023 było to 21% PKB. Poprawa salda handlowego strefy euro odbywa się więc głównie za sprawą jeszcze szybszej redukcji (w relacji do PKB) importu towarów, m.in. za sprawą spadku cen surowców energetycznych, ale też słabości popytu konsumpcyjnego. W ujęciu geograficznym eksport towarów do USA wyniósł w maju 46 mld EUR (wzrost o 4,4% r/r), a import 27,8 mld EUR (spadek o 7,4% r/r), co skutkowało zwiększeniem nadwyżki handlowej strefy euro względem USA do 18,3 mld EUR z 14,2 mld EUR rok wcześniej.
- HUN: Wynagrodzenia pracowników pełnoetatowych w maju wzrosły o 7,8% r/r wobec 9,8% r/r w kwietniu, słabiej od oczekiwań (8,0% r/r).** Dynamika płac pozostaje w trendzie hamującym od 2022. Realne płace wzrosły o 3,2% r/r, najwolniej od końca 2023, w okolicach długoterminowej średniej. Dynamika płac w sektorze prywatnym wyniosła 7,4% r/r

Dynamika roczna produkcji przemysłowej w USA



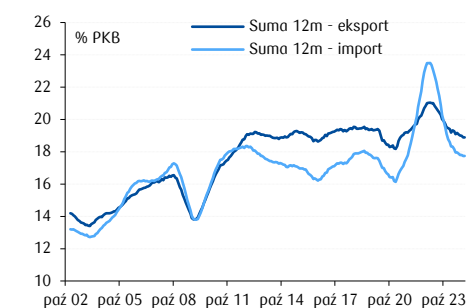
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Saldo handlowe strefy euro (suma za 12 miesięcy w relacji do PKB)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Relacja eksportu i importu strefy euro do PKB

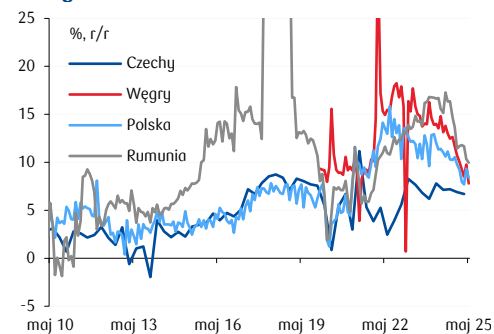


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

(hamowanie widoczne szczególnie w przetwórstwie) przy sięgające 9,0% r/r dynamice w sektorze publicznym. Z kolei poziom zatrudnienia wzrósł tylko o 0,1% r/r. Dane wskazują, że rynek pracy słabnie, m.in. za sprawą niskiego popytu zagranicznego i marazmu w przemyśle. Konsekwencją hamującego wzrostu realnych dochodów jest pogorszenie perspektyw dla konsumpcji – zarówno ze względu na mniejszy przyrost środków, które mogą być wydawane na towary i usługi, jak i pogorszenie nastrojów konsumentów – węgierskie gospodarstwa domowe mogły przyzwyczaić się do dwucyfrowych dynamik płac, a ich hamowanie odczują jako pogorszenie sytuacji finansowej.

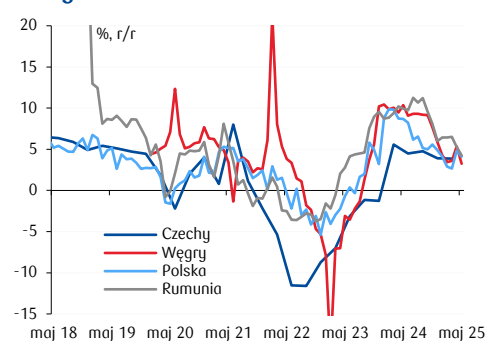
- POL: C.Kochalski (RPP) dostrzega przestrzeń do obniżek stóp NBP o 25-50pb do końca roku, ale nie postrzega jej w kategoriach cyklu obniżek stóp procentowych lecz jako zmianę o „charakterze dostosowawczym”.** Członek Rady stwierdził, że miał większe przekonanie o konieczności obniżki stóp w lipcu niż ma w zakresie ewentualnej redukcji stóp na najbliższym posiedzeniu RPP we wrześniu. Jednocześnie wyraził otwartość na dyskusję o obniżkach stóp we wrześniu, do których przekonywać by mogły analizy eksperckie wskazujące na korzystne procesy dezinflacyjne. Czynniki, które skłaniałyby go do ostrożności są polityka fiskalna, podwyższona dynamika płac oraz nadal istniejąca, choć zmniejszająca się, niepewność co do cen energii. **Według C.Kochalskiego brak obniżki stóp we wrześniu może zwiększyć prawdopodobieństwo obniżki stóp w październiku, nawet o 50pb** (również jako ruchu dostosowawczego, a nie w ramach cyklu obniżek). Listopadowa projekcja inflacji NBP byłaby wg C.Kochalskiego kluczowa w kontekście zapowiedzi dalszych działań Rady w 2026, w tym możliwości rozpoczęcia cyklu obniżek stóp procentowych.
- POL: Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu na 2025 wynosi ok. 82%.**

Dynamika nominalnych wynagrodzeń w regionie EŚW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika realnych wynagrodzeń w regionie EŚW



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

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	--	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
Środa, 16 lipca						
EUR: Bilans handlowy (maj)	11:00	mld EUR	11,1	13	--	16,2
POL: Inflacja bazowa (cze.)	14:00	% r/r	3,3	3,4	3,4	3,4
USA: Inflacja PPI (cze.)	14:30	% r/r	2,7	2,5	--	2,3
USA: Produkcja przemysłowa (cze.)	15:15	% m/m	-0,2	0,1	--	0,3
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	--	--

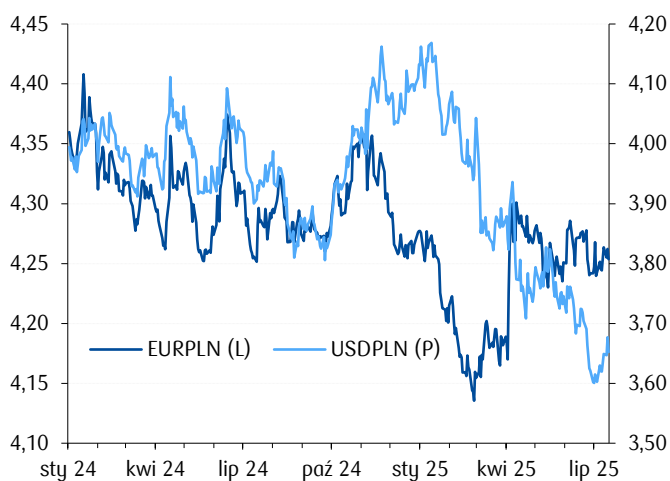
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

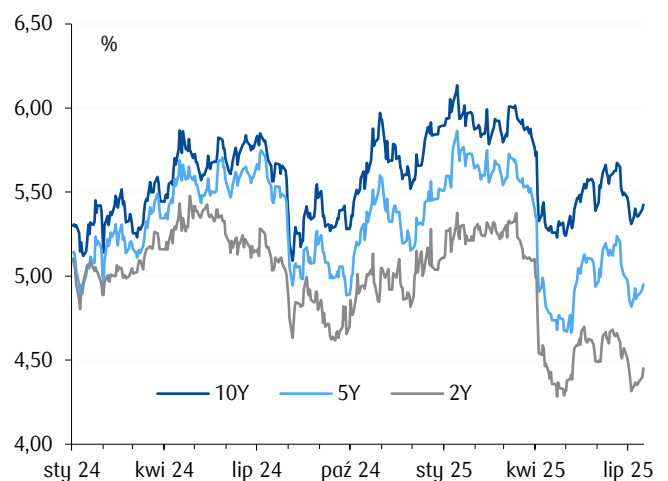
		Wartość 2025-07-16	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2538	-0,2	0,2	-0,5	-1,0	-11,7
	USDPLN	3,6681	0,0	1,3	-1,3	-6,7	-23,9
	CHFPLN	4,5610	-0,5	0,1	0,4	2,9	-6,7
	GBPPLN	4,9024	-0,4	-0,3	-1,9	-3,9	-13,8
	EURUSD	1,1597	-0,2	-1,0	0,8	6,1	16,0
	EURCHF	0,9327	0,3	0,2	-0,9	-3,7	-5,3
	GBPUSD	1,3395	0,0	-1,4	-0,4	2,9	13,7
	USDJPY	148,45	-0,2	1,4	2,5	-5,1	6,6
	EURCZK	24,64	-0,1	-0,1	-0,7	-2,6	0,8
	EURHUF	399,50	-0,3	-0,1	-0,9	2,3	-2,2
Obligacje	PL2Y	4,45	5	10	-19	-58	-358
	PL5Y	4,95	3	9	-23	-48	-230
	PL10Y	5,42	3	5	-20	-14	-149
	DE2Y	1,83	-4	-3	-2	-95	132
	DE5Y	2,23	-4	4	13	-18	135
	DE10Y	2,69	-2	6	19	27	151
	US2Y	3,89	-6	3	-5	-55	74
	US5Y	3,99	-6	7	1	-9	92
	US10Y	4,45	-3	11	7	30	149
Akcje	WIG	105 470,7	0,0	-0,8	5,5	23,9	105,1
	WIG20	2 868,6	-0,1	-1,0	5,3	16,9	77,7
	S&P500	6 263,7	0,3	0,0	4,7	12,1	65,3
	NASDAQ100	22 908,0	0,1	0,2	5,5	15,7	94,7
	Shanghai Composite**	3 507,1	0,1	0,4	3,5	18,4	6,9
	Nikkei**	39 720,7	0,1	-0,3	2,1	-3,4	49,1
	DAX	24 009,4	-0,2	-2,2	3,0	30,2	91,8
	VIX	19,53	0,7	1,4	-6,2	31,9	-30,1
Surowce	Ropa Brent	68,5	-0,3	-2,4	-10,7	-19,5	-30,9
	Ropa WTI	67,1	-0,9	-3,6	-11,5	-20,2	-31,3
	Złoto	3348,5	0,1	1,2	-1,1	36,1	96,3

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

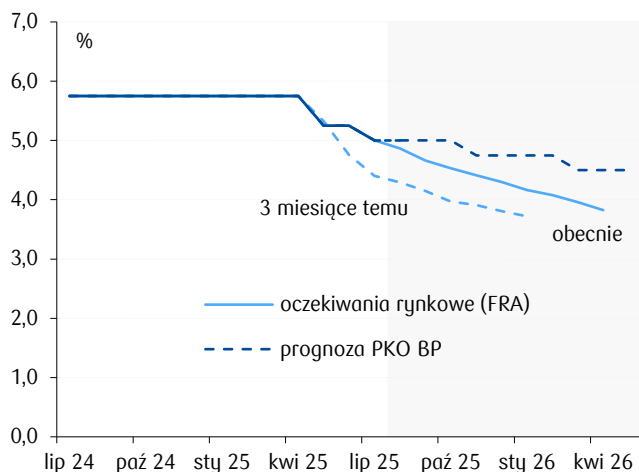
Notowania złotego wobec głównych walut



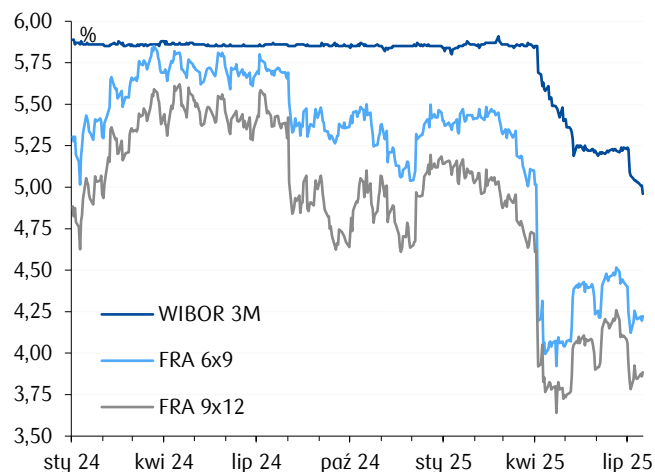
Rentowności polskich obligacji skarbowych



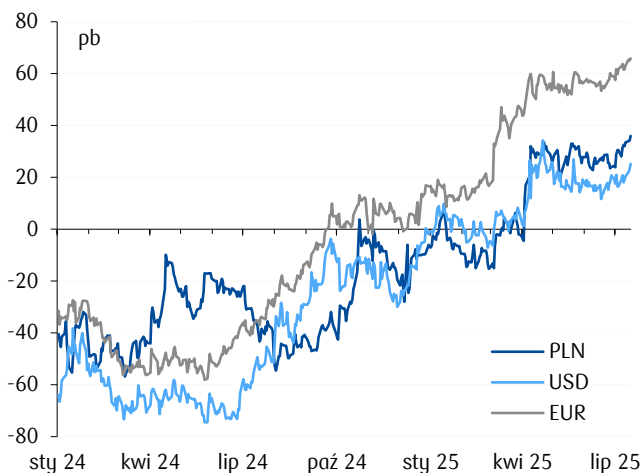
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



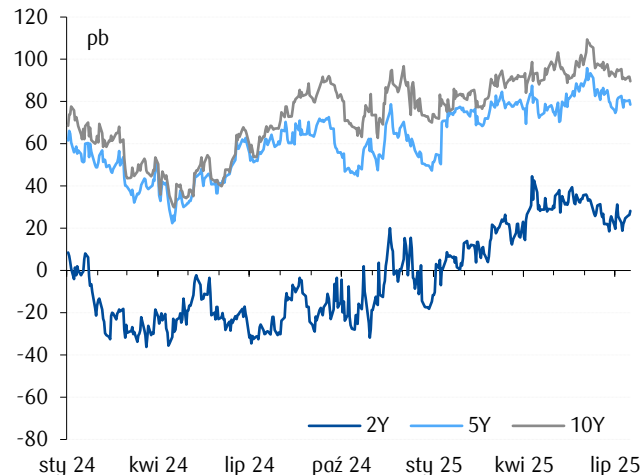
Krótkoterminowe stopy procentowe



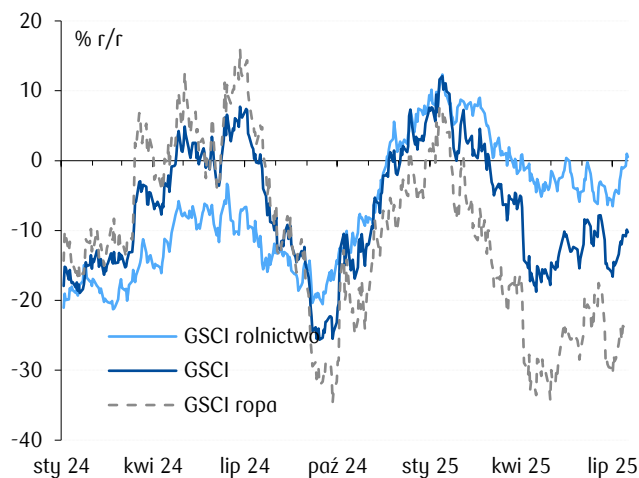
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



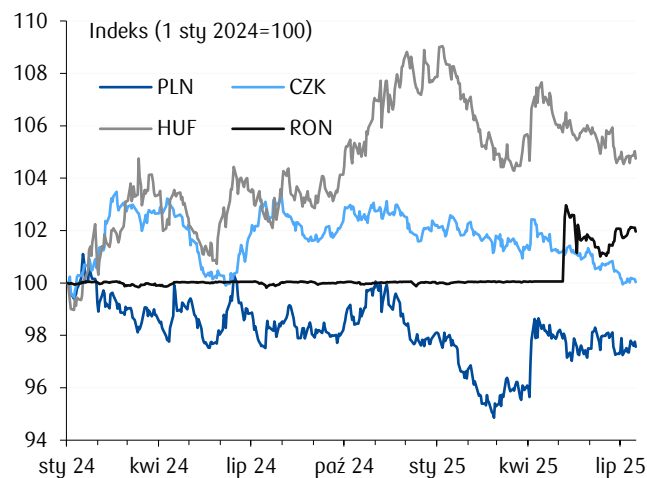
Spread asset swap dla PLN



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.

