

Nie taki amerykański konsument słaby, jak go malują

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj amerykańskie rynki akcyjne zareagowały wzrostami na lepsze od oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej i niewielki spadek liczby wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA. Dolar nieco się umocnił, ale pozostał wrażliwy na spekulacje o możliwym odwołaniu Prezesa J.Powella przez Prezydenta D.Trumpa. Rentowności amerykańskich obligacji nie zmieniły się istotnie. Sesja na rynku krajowym była iście wakacyjna – ani kursy, ani rentowności obligacji nie zmieniły się znacząco.
- Dziś powinniśmy utrzymać wakacyjny klimat – w kalendarium nie ma zbyt wielu istotnych publikacji makro. Potencjalnie największą reakcją rynkową może wywołać **wstępny lipcowy indeks nastrojów amerykańskich konsumentów wg U.Michigan**. Ponadto poznamy dane z **amerykańskiego rynku budowlanego** oraz **niemiecką inflację PPI** za czerwiec.
- **Indeks Uniwersytetu Michigan** wg konsensusu powinien lekko wzrosnąć z 60,7 pkt. odnotowanych w poprzednim miesiącu. Na początku 2025 nastroje amerykańskich konsumentów mocno się pogorszyły za sprawą obaw o gospodarcze skutki polityki celnej D.Trumpa, widocznych m.in. we wroście oczekiwań inflacyjnych. Już w czerwcu obawy zauważalnie osłabły, a w bieżącym miesiącu oczekiwane jest dalsze odreagowanie nastrojów.
- **W przypadku danych z rynku nieruchomości** za czerwiec oczekiwany jest wzrost liczby rozpoczętych budów, oraz spadek liczby pozwoleń. Aktywność budowlana znajduje się w średnioterminowym trendzie spadkowym względem szczytów osiągniętych na początku 2022.
- **W czerwcu ceny uzyskiwane przez niemieckich producentów** najpewniej nadal spadały – konsensus oczekuje dynamiki PPI na poziomie -1,3% r/r wobec -1,2% r/r w maju.
- Dziś NBP opublikuje **"Szybki Monitoring NBP – analizę sytuacji sektora przedsiębiorstw niefinansowych"**. Raport przedstawi aktualną ocenę i prognozę koniunktury w sektorze przedsiębiorstw niefinansowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

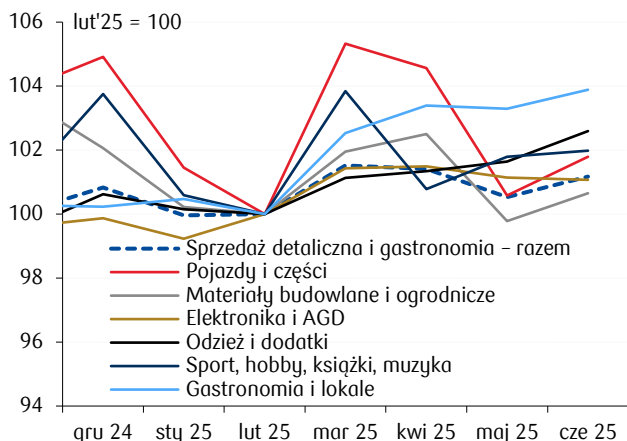
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-17	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2543	0,0
USDPLN	3,6714	0,1
CHFPLN	4,5605	0,0
GBPPLN	4,9255	0,5
EURUSD	1,1588	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,41	-4
PL5Y	4,97	2
PL10Y	5,44	1
DE10Y	2,68	-2
US10Y	4,46	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 681,8	1,1
DAX	24 370,9	1,5
S&P500	6 297,4	0,5
Nikkej**	39 826,5	-0,2
Shanghai		
Comp.**	3 524,9	0,2
Surowce:		
Złoto	3333,40	-0,5
Ropa Brent	69,52	1,5

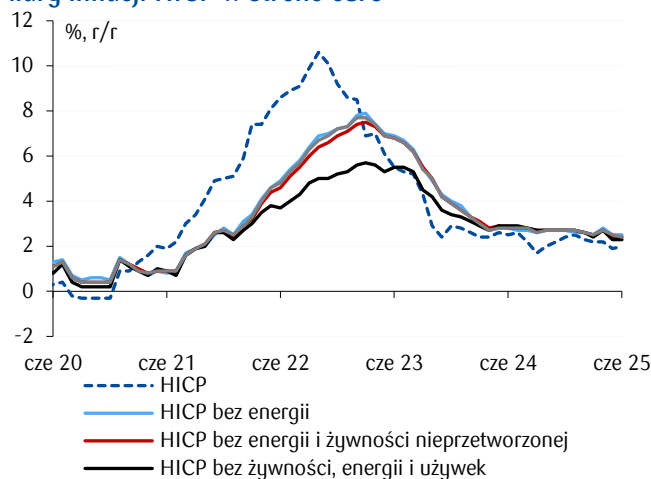
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Poziom nominalnej sprzedaży detalicznej w USA – zmiany wybranych kategorii względem lutego 2025



Źródło: Macrobond, NBP, PKO Bank Polski.

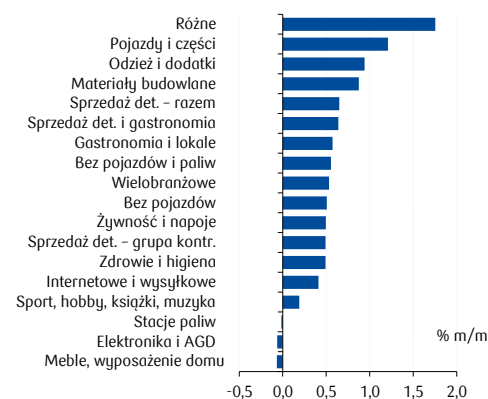
Miary inflacji HICP w strefie euro



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

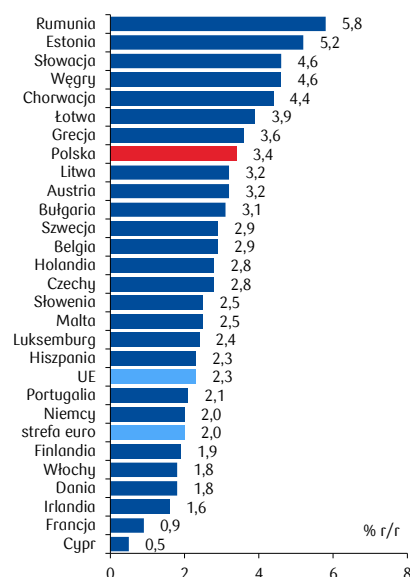
- USA:** Sprzedaż detaliczna (obejmująca też gastronomię) w czerwcu (nominalnie) wzrosła o 0,6% m/m po spadku o 0,9% m/m w maju, przebijając oczekiwania (0,1% m/m). Dane ograniczyły obawy o kondycję amerykańskiego konsumenta. Mimo czerwcowego wzrostu, poziom sprzedaży detalicznej jest nieznacznie niższy niż w marcu i kwietniu (kiedy sprzedaż podbiła zakupy prezornościowe), ale wyższy niż w styczniu i lutym. W ujęciu rocznym sprzedaż wzrosła o 3,9%. W czerwcu najsilniej zwiększyła się sprzedaż w małej kategorii „różne”, która obejmuje niewyspecjalizowane sklepy, a w dalszej kolejności w kategoriach pojazdy, odzież i obuwie oraz materiały budowlane. Wspólnym mianownikiem tych działów jest albo odrabianie strat po spadku w maju albo kontynuacja wydatków prezornościowych przed wywołanym przez cła potencjalnym wzrostem cen. Wzrost sprzedaży w grupie kontrolnej, uwzględnianej w rachunkach narodowych, wyniósł 0,5% m/m, ale w dół zrewidowano dane za maj, do 0,2% m/m z 0,4% m/m. W konsekwencji nowcast PKB na 2q25 Fedu z Atlanty nie zmienił się istotnie i wskazuje na wzrost o 2,4% q/q saar. W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła o 0,4% m/m, ale jej poziom pozostaje bez większych zmian od 2021 - motorem wzrostu konsumpcji realnej w USA od tego czasu były usługi.
- USA:** Liczba wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu obniżyła się do 221 tys. wobec 228 tys. tydzień wcześniej. To piąty z rzędu tydzień spadkowy, do najniższego poziomu od połowy kwietnia. Średnia 4-tygodniowa obniżyła się o 6,25 tys. Liczba osób pobierających zasiłek wzrosła do 1,956 mln osób (o 2 tys.) i jest najwyższa od listopada 2021. Dane nie dają jednoznacznej interpretacji – nowych wniosków ubywa, ale liczba osób kontynuujących pobieranie zasiłku rośnie, co wg nas sygnalizuje stopniowo pogarszającą się sytuację na rynku pracy w USA i rosnące problemy bezrobotnych ze znalezieniem nowej, satysfakcjonującej pracy.
- EUR:** Inflacja HICP w strefie euro w czerwcu wzrosła do 2,0% r/r z 1,9% r/r w maju, potwierdzając wstępny szacunek. Inflacja bazowa bez cen żywności energii i używek nie zmieniła się (2,3% r/r), również zgodnie ze wstępnym szacunkiem. Bieżące dane wskazują, że procesy inflacyjne ustabilizowały się, w tym w szczególności w usługach. Inflacja usługowa w czerwcu nieznacznie wzrosła, do 3,3% r/r z 3,2% r/r w maju (też bez zmian względem wstępnych danych), ale pozostaje w trendzie spadkowym. W ujęciu geograficznym najwyższa inflacja występowała w Rumunii (5,8% r/r.), Estonii (5,2% r/r) i na Słowacji (4,6% r/r), a najniższa na Cyprze (0,5% r/r), we Francji (0,9% r/r) i Irlandii (1,6% r/r). Inflacja HICP w Polsce wyniosła 3,4% r/r, a inflacja bazowa HICP 2,7% r/r. Tym samym **Polska nie znajduje się już w ścisłej unijnej czołówce państw z najwyższą inflacją.** Z perspektywy EBC dane mogą ograniczać obawy o bieżącą presję inflacyjną (przede wszystkim w segmencie usług). Uważamy, że na przyszłotygodniowym posiedzeniu EBC utrzyma stopy procentowe bez zmian, jednak może je ponownie obniżyć jesienią, obawiając się potencjalnych dezinflacyjnych skutków 30% amerykańskich ceł na import z UE (przełożenie na inflację przez niższy popyt krajowy w strefie euro), umocnienia EUR i napływu taniego chińskiego eksportu.
- POL:** Rada Ministrów przyjęła aktualizację wieloletnich założeń makroekonomicznych na lata 2025–2029. Wzrost PKB w 2025 ma wynieść 3,4%, a w 2026 3,5%. Średnioroczna inflacja CPI została obniżona – w 2025 wyniesie 3,7%, a w 2026 3,0%. W porównaniu do założeń z kwietnia prognozy inflacji zostały wyraźnie zrewidowane w dół (z 4,5% i 3,8%). W 2026 MF zakłada silny wzrost inwestycji (8% r/r), m.in. dzięki kulminacji wydatków z KPO. Dobre perspektywy koniunktury i rynku pracy mają wspierać wzrost płac – przeciętne wynagrodzenie w 2026 ma wzrosnąć o 6,4% nominalnie i 3,3% realnie.

Miesięczna dynamika sprzedaży detalicznej i gastronomii w USA w czerwcu 2025



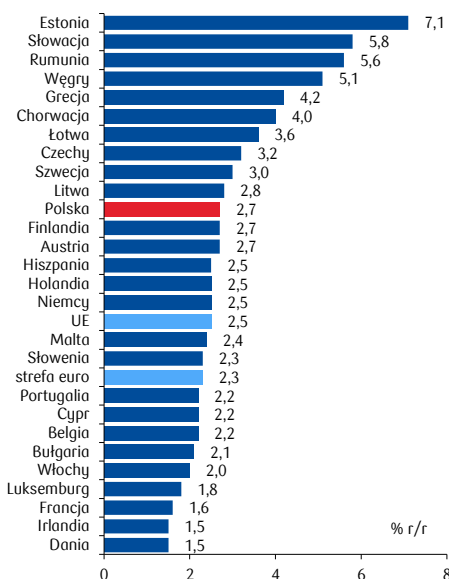
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja HICP w UE w czerwcu 2025



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

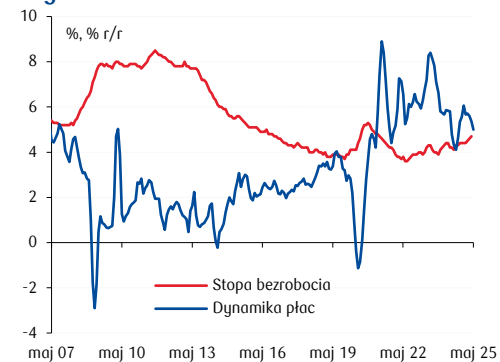
Inflacja bazowa HICP w UE w czerwcu 2025



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- USA:** Ch.Waller (Zarząd Fed) wezwał do natychmiastowej obniżki stóp o 25 pb, argumentując to osłabieniem rynku pracy i bliskością celu inflacyjnego. Oceniał, że "rynek pracy jest na krawędzi", a dalsze czekanie może spowodować, że Fed spóźni się z reakcją. Podkreślił, że wpływ ceł na inflację jest przejściowy, a dynamika płac i oczekiwania inflacyjne nie wskazują na trwałą presję cenową. Bankier prognozuje spowolnienie wzrostu gospodarczego w 2h25 i wskazuje, że dalsze cięcia stóp będą zależne od napływających danych. Inni decydenci, jak A.Kugler (Zarząd Fed), są bardziej zaniepokojeni skutkami ceł i wolą poczekać z decyzją o obniżce stóp. A.Kugler opowiedziała się za utrzymaniem stóp bez zmian jeszcze przez jakiś czas, wskazując na rosnącą inflację napędzaną przez ceł. W jej ocenie stabilna sytuacja na rynku pracy, wzrost inflacji i podwyższone krótkookresowe oczekiwania inflacyjne uzasadniają utrzymywanie restrykcyjnej polityki. Ostrzegła, że pełen efekt ceł ujawni się dopiero wtedy, gdy firmy zaczną przenosić koszty na konsumentów.
- EUR:** Zaproponowany przez KE projekt budżetu UE na lata 2028-32 spotkał się z szeregiem reakcji ze strony państw członkowskich. Rzecznik rządu Niemiec S.Kornelius stwierdził, że kompleksowe zwiększenie budżetu UE jest nie do przyjęcia w sytuacji, kiedy wszystkie państwa członkowskie podejmują wysiłki by ograniczyć krajowe deficyty fiskalne. Niemcy sprzeciwiają się też planom dodatkowego opodatkowania firm o obrotach powyżej 100 mln EUR. Minister finansów Holandii E.Heinen sprzeciwił się natomiast pomysłem nowych instrumentów wspólnego zadłużania się w ramach UE. Również premier Węgier W.Orban skrytykował projekt, m.in. ze względu na zbyt hojne wspieranie Ukrainy (projekt zakłada dodatkowe 100 mld EUR dla Ukrainy) i ograniczanie wydatków na Wspólną Politykę Rolną. Najważniejszymi punktami spornymi wydają się być (1) znaczące spadki wydatków na Wspólną Politykę Rolną (realnie o 30%) oraz fundusze spójności; (2) powiązanie wypłaty funduszy z realizacją konkretnych reform (analogicznie jak w KPO), co jest odbierane jako próba renacjonalizacji i centralizacji funduszy; (3) wzrost wysokości budżetu do 1,26% dochodu narodowego brutto (DNB) państw UE (z czego 0,11% DNB na obsługę zadłużenia) wobec 1,13% DNB założonych w obecnej perspektywie finansowej UE; (4) program Global Europe służący wsparciu dla państw partnerskich UE, głównie Ukrainy.
- UK:** Koniunktura na brytyjskim rynku pracy systematycznie się pogarsza. Stopa bezrobocia (wśród osób powyżej 16 roku życia) w okresie marzec-maj 2025 wzrosła do 4,7% i była najwyższa od 2021. Zatrudnienie w maju spadło o 0,4% r/r wg danych rejestrowych i o 0,3% r/r wg danych ankietowych (LFS, odpowiednik polskiego BAEL). 36. raz z rzędu obniżyła się liczba wolnych miejsc pracy, a spadki widoczne były w 14 z 18 analizowanych sektorów. Dynamika wynagrodzeń systematycznie hamuje, w okresie marzec-maj 2025 w przypadku płac nominalnych do 5% r/r z 5,4% r/r w okresie luty-kwiecień, a wynagrodzeń realnych (po uwzględnieniu inflacji) do 1,1% r/r z 1,5% r/r. Uważamy, że słabnący rynek pracy i pogarszające się perspektywy wzrostu gospodarczego powinny skłonić BoE do obniżki stopy bankowej o 25pb do 4,00% na najbliższym posiedzeniu w sierpniu. Stanie się tak mimo, że inflacja CPI w czerwcu wzrosła do 3,6% r/r, najwyższego poziomu od stycznia 2024, a inflacja usługowa na poziomie 4,7% r/r pozostaje lepka i obniża się bardzo powoli.
- POL:** Na posiedzeniu RPP w czerwcu (stopy pozostały bez zmian) J.Tyrowicz złożyła wniosek o podwyżkę stóp o 250pb (pozostali obecni członkowie byli przeciw). Na poprzednich posiedzeniach (od listopada 2023) J.Tyrowicz składała bezskutecznie wnioski o podwyżkę stóp o 200pb.
- USA:** K.Leavitt (rzeczniczka Białego Domu) poinformowała, że 25 państw otrzymało pisma od D.Trumpa ws. ceł. UE wyraziła gotowość do negocjacji, Kanada określono jako trudnego partnera.

Wskaźniki rynku pracy w Wielkiej Brytanii



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	--	2,0
EUR: Inflacja bazowa (cze., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	2,3
USA: Sprzedaż detaliczna (cze.)	14:30	% m/m	-0,9	0,1	--	0,6
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (cze.)	14:30	%, m/m	-0,2	0,3	--	0,5
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	228	234	--	221
Piątek, 18 lipca						
GER: Inflacja PPI (cze.)	8:00	% r/r	-1,2	-1,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (cze.)	14:30	mln (cze.)	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	--	--

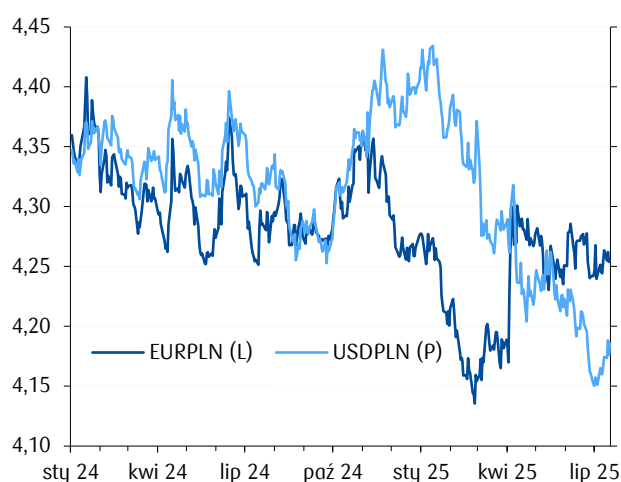
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

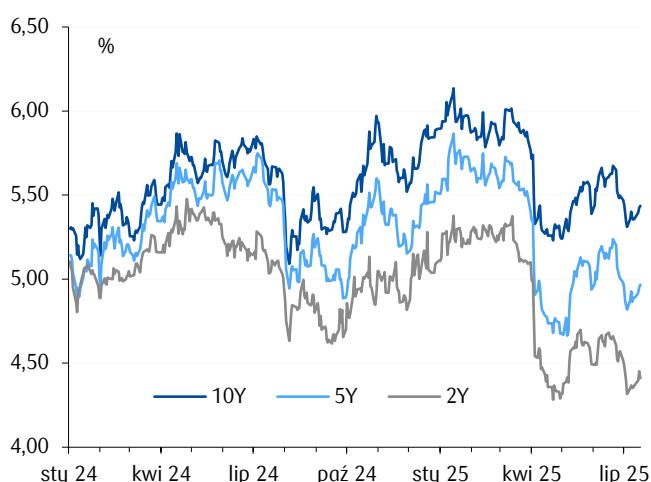
		Wartość 2025-07-17	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2543	0,0	0,0	-0,5	-0,7	-10,9
	USDPLN	3,6714	0,1	0,8	-1,6	-6,5	-22,5
	CHFPLN	4,5605	0,0	-0,1	0,2	2,7	-5,8
	GBPPLN	4,9255	0,5	-0,2	-1,6	-3,4	-12,3
	EURUSD	1,1588	-0,1	-0,8	1,0	6,2	15,0
	EURCHF	0,9329	0,0	0,2	-0,7	-3,3	-5,4
	GBPUSD	1,3410	0,1	-1,1	-0,1	3,3	13,2
	USDJPY	148,50	0,0	1,4	1,9	-5,3	7,2
	EURCZK	24,62	-0,1	-0,1	-0,8	-2,5	0,5
	EURHUF	398,90	-0,2	0,0	-1,1	2,2	-0,8
Obligacje	PL2Y	4,41	-4	6	-23	-64	-342
	PL5Y	4,97	2	8	-22	-50	-214
	PL10Y	5,44	1	8	-19	-17	-131
	DE2Y	1,84	1	-5	0	-90	139
	DE5Y	2,23	0	1	11	-15	140
	DE10Y	2,68	-2	1	16	27	155
	US2Y	3,92	3	5	-2	-56	78
	US5Y	4,00	1	7	2	-12	95
	US10Y	4,46	1	11	7	26	153
Akcje	WIG	106 681,8	1,1	1,7	6,7	23,5	106,6
	WIG20	2 905,8	1,3	1,9	6,7	16,4	79,4
	S&P500	6 297,4	0,5	0,3	5,3	13,6	63,0
	NASDAQ100	23 081,1	0,8	1,1	6,3	17,1	92,6
	Shanghai Composite**	3 526,9	0,3	0,5	4,9	18,5	9,3
	Nikkei**	39 808,2	-0,2	0,4	3,4	-0,8	48,6
	DAX	24 370,9	1,5	-0,4	5,7	32,8	89,4
	VIX	19,45	-0,4	1,7	-6,5	27,1	-26,8
Surowce	Ropa Brent	69,5	1,5	1,3	-11,8	-18,3	-31,3
	Ropa WTI	68,8	2,4	1,4	-9,4	-18,3	-30,9
	Złoto	3333,4	-0,5	0,5	-1,0	35,1	95,5

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

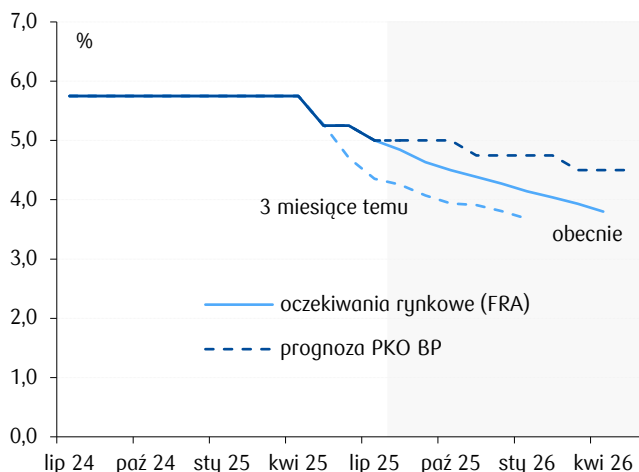
Notowania złotego wobec głównych walut



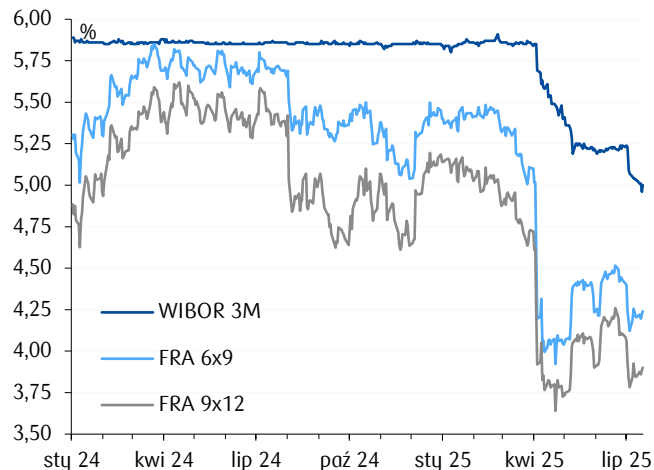
Rentowności polskich obligacji skarbowych



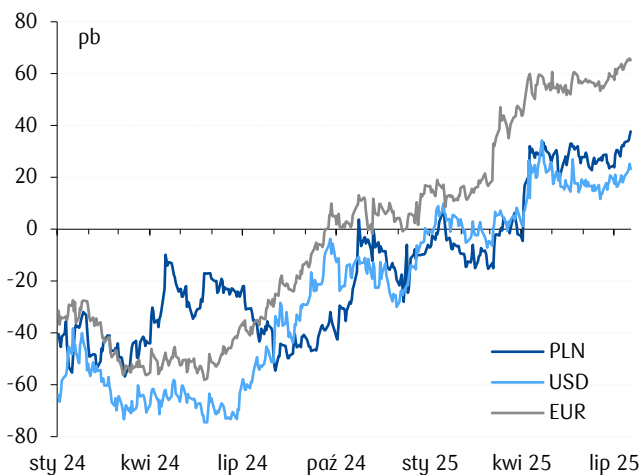
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



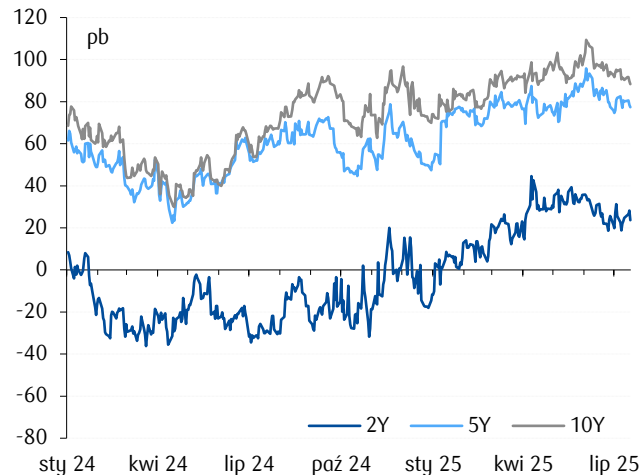
Krótkoterminowe stopy procentowe



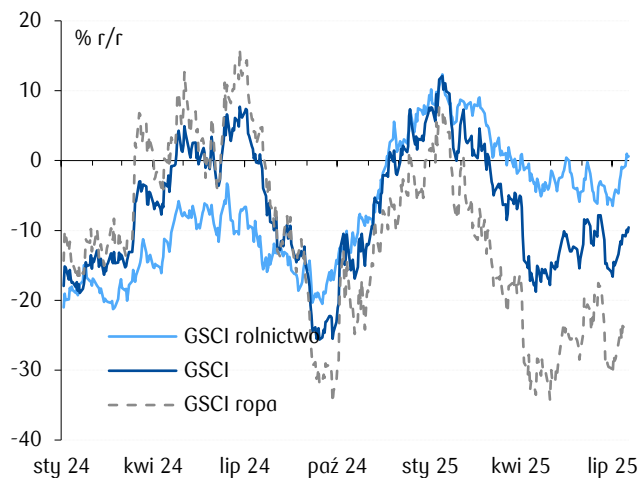
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



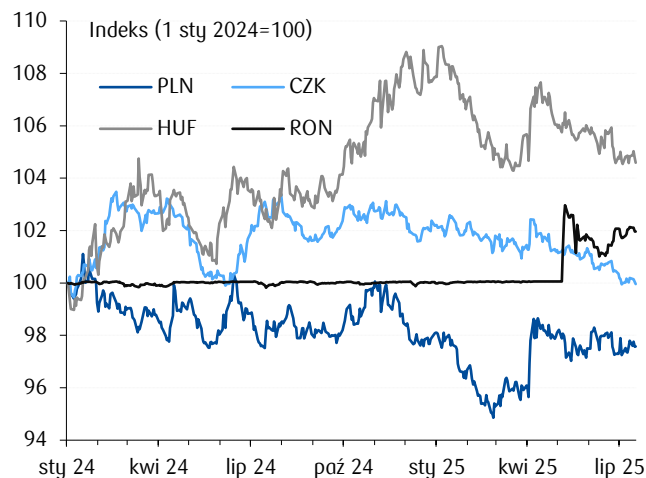
Spread asset swap dla PLN



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.

