

## Rekonstrukcja Rady Ministrów

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- We wtorek na rynkach akcji dominowały minorowe nastroje – w USA indeks NASDAQ100 nieco się obniżył, przy nieznacznym wzroście S&P500, zaś w Europie spadki były wyraźniejsze. Euro kontynuowało umocnienie względem dolara przebijając barierę 1,17. Złoty pozostał stabilny względem dolara i osłabił się nieco wobec euro, a kurs EURPLN przekroczył poziom 4,25. Rentowności amerykańskich obligacji obniżyły się wzdłuż całej krzywej.
- **Dziś w Stanach Zjednoczonych najważniejsze będą dane o sprzedaży domów** na rynku wtórnym w czerwcu. Konsensus oczekuje, że nie zmieniła się ona istotnie względem poprzedniego miesiąca i wyniosła około 4,0 mln.
- **W strefie euro skupimy się na wstępnych danych o koniunkturze konsumenckiej w lipcu**, która według oczekiwań nieco się poprawiła. Na drugim planie znajdują się dane o podaży pieniądza w Rumunii.
- **W kraju poznamy ostateczne dane o stopie bezrobocia**, która według szacunku Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej w czerwcu wzrosła do 5,1% z 5,0% w maju – wzrost ten wynika jednak ze zmian w przepisach, a nie z procesów ekonomicznych w gospodarce. Także w Polsce, wzorem strefy euro, **oczekiwana jest poprawa koniunktury konsumenckiej w lipcu**.
- **Politycznym wydarzeniem dnia będzie ogłoszenie kształtu nowej Rady Ministrów** przez Premiera D.Tuska. Zaplanowano je na 10:00. Na ten moment wiemy, że zostaną utworzone dwa duże resorty konsolidujące kompetencje kilku obecnie działających ministerstw – odpowiedzialny za sprawy gospodarcze (na którego czele może stanąć obecny minister finansów A.Domański) oraz resort odpowiedzialny za energetykę. Według [doniesień](#) Wirtualnej Polski z urzędem ministrowi zdrowia może pożegnać się I.Leszczyna. Marszałek Sejmu S.Hołownia (PL2050) ogłosił, że osoby związane z jego partią w listopadzie (gdy marszałkiem Sejmu zostanie W.Czarzasty z Nowej Lewicy) obejmą urząd wicemarszałka Sejmu oraz wicepremiera, jednak S.Hołownia nie będzie pełnił żadnej z tych funkcji. Powiedział również, że koalicjanci nie osiągnęli porozumienia w kwestiach dotyczących mieszkalnictwa, choć wicepremier K.Gawkowski (Nowa Lewica) niedawno poinformował, że kwestia mieszkalnictwa została rozstrzygnięta na spotkaniu liderów koalicji rządzącej, a zajmować się nią ma dalej wiceminister rozwoju i technologii T.Lewandowski (Nowa Lewica).

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO\_Research

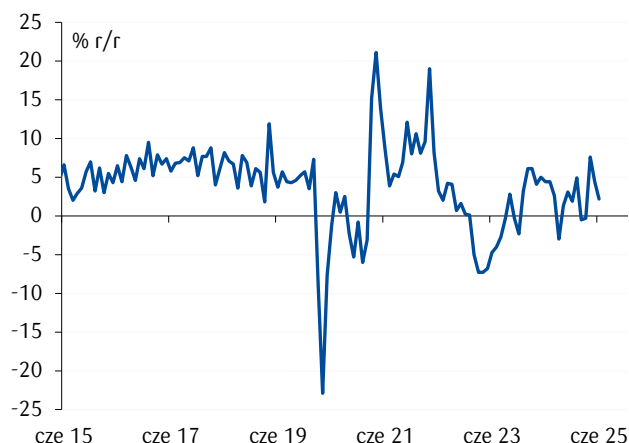
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-22	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2510	0,2
USDPLN	3,6261	-0,1
CHFPLN	4,5585	0,2
GBPPLN	4,8951	0,0
EURUSD	1,1724	0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,40	0
PL5Y	4,84	-7
PL10Y	5,44	3
DE10Y	2,59	-3
US10Y	4,34	-4
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	107 395,6	-0,6
DAX	24 041,9	-1,1
S&P500	6 309,6	0,1
Nikkej**	41 189,5	3,4
Shanghai Comp.**	3 608,1	1,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3428,34	0,9
Ropa Brent	68,59	-0,9

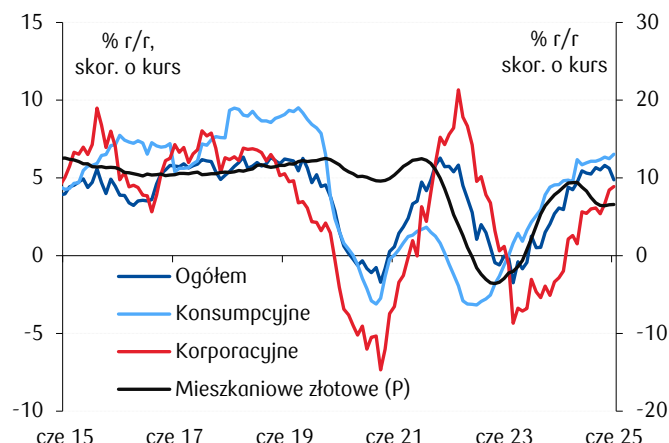
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Dynamika realna sprzedaży detalicznej w Polsce



Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

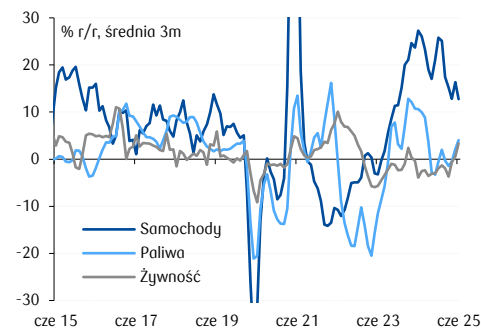
### Dynamika kredytów (skor. o kurs walutowy) w Polsce



## PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

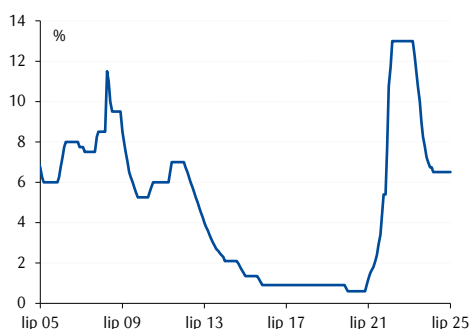
- POL: Sprzedaż detaliczna w czerwcu wzrosła realnie o 2,2% r/r**, wyraźnie słabiej niż miesiąc wcześniej (4,4% r/r w maju) oraz poniżej oczekiwań (kons.: 4,1% r/r, PKOe: 3,7% r/r). W ujęciu odsezonowanym sprzedaż wzrosła o 4,2% r/r, co wynika z tego, że czerwiec miał prawie najmniej efektywnych dni handlowych w roku. Wyhamowanie dynamiki wynika głównie z wahań sprzedaży aut, co nie budzi obaw o ogólny spadek popytu gospodarstw domowych w średnim okresie. Dane wpisują się w scenariusz stopniowego, umiarkowanego wzrostu konsumpcji. Chociaż realne dochody gospodarstw domowych nadal rosną, ich skłonność do bieżącego wydatkowania pozostaje ograniczona przez odbudowę oszczędności, wspieraną dodatnimi realnymi stopami oraz preferencją konsumentów do przeznaczania dodatkowych dochodów na usługi. Więcej w Makro Flash: [Samochody spowalniają](#).
- POL: Dynamika podaży pieniądza w czerwcu wzrosła do 10,5% r/r z 10,3% r/r w maju, przebijając oczekiwania (10,2% r/r)**. W strukturze kreacji pieniądza rośnie znaczenie kanału kredytowego i zadłużenia sektora rządowego. Mimo nominalnego wzrostu wolumenu kredytów, kontynuowany był proces ograniczania znaczenia kredytu bankowego w gospodarce. Relacja kredytów do depozytów spadła do 63,5% (najniżej w historii szeregu), a relacja kredytów do PKB w 2q25 obniżyła się do 40,9% (najniżej od 2007). Więcej w Makro Flash: [Więcej kredytów dla firm, ale do boomu daleko](#).
- HUN: Bank Węgier po raz kolejny nie zmienił stóp procentowych, a stopa bazowa wynosi 6,50% - niezmiennie od września 2024**. Decyzja była zgodna z naszymi i rynkowymi oczekiwaniami. MNB zdecydował także o obniżeniu stopy rezerwy obowiązkowej od 1 sierpnia do 8% z 10%. W komunikacie podkreślono, że w związku z ryzykami dla inflacji jak również napięciami geopolitycznymi i w polityce handlowej konieczne jest ostrożne i cierpliwe podejście do polityki pieniężnej, a utrzymywanie restrykcyjnego nastawienia jest uzasadnione. Zakładamy, że przestrzeń do wznowienia cyklu obniżek na Węgrzech może pojawić się jesienią.
- USA: Prezydent USA D.Trump ogłosił zawarcie umowy handlowej z Japonią**. Zgodnie z oświadczeniem Prezydenta umowa zakłada, że Japonia zainwestuje 550 mld USD w Stanach Zjednoczonych, zaś **stawka „ceł wzajemnych” na import z Japonii wyniesie 15%**, a zatem mniej niż ogłoszono w kwietniu (24%) i mniej niż zapowiadano w lipcu (25%). D.Trump nie ujawnił innych szczegółów umowy, w tym informacji ile wyniosą japońskie cła na import z USA. **Prezydent USA ogłosił także zawarcie umów z Indonezją oraz Filipinami**. Indonezja ma znieść cła na 99% importowanych towarów z USA, zaś **amerykańskie cła na import z Indonezji wyniosą 19%** (wobec 32% ogłoszonych 2 kwietnia). Jednocześnie produkty reeksportowane z Chin mają zostać objęte 40% cłem. Filipiny całkowicie zniosą cła na import z USA, zaś **Stany Zjednoczone obłożą import z Filipin 19% cłem** (wyższym niż 17% ogłoszone 2 kwietnia, ale nieznacznie niższym niż 20% ogłoszone w liście wysłanym do Prezydenta F.Marcosa Jr.
- USA: Sekretarz skarbu S.Bessent poinformował, że w przyszłym tygodniu spotka się z delegacją chińską**, by rozmawiać o możliwym przesunięciu terminu wejścia w życie ceł, który według dotychczasowych ustaleń wypada 12 sierpnia. Sekretarz zaznaczył, że 1 sierpnia wysokość stawek celnych obowiązujących partnerów handlowych USA wróci do poziomu tzw. „ceł wzajemnych” ogłoszonych 2 kwietnia. Nie oznacza to jednak, że USA nie będą mogły negocjować, gdy obowiązywać będą wyższe stawki. S.Bessent dodał, że ma nadzieję na wycofanie części nadwyżki produkcyjnej przez Chiny i skupienie się przez nie na budowaniu gospodarki konsumenckiej.

## Dynamika głównych kategorii sprzedaży detalicznej w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## Stopa bazowa MNB



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 18 lipca</b>						
GER: Inflacja PPI (cze.)	08:00	% r/r	-1,2	-1,3	--	-1,3
USA: Rozpoczęte budowy domów (cze.)	14:30	mln	1,263	1,298	--	1,321
USA: Pozwolenia na budowę (cze., wst.)	14:30	mln	1,394	1,386	--	1,397
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., wst.)	16:00	pkt.	60,7	61,5	--	61,8
<b>Poniedziałek, 21 lipca</b>						
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (cze.)	10:00	% r/r	8,4	8,6	8,6	9,0
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (cze.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
POL: Produkcja przemysłowa (cze.)	10:00	% r/r	3,9	1,6	1,5	-0,1
POL: Inflacja PPI (cze.)	10:00	% r/r	-1,5	-1,7	-1,3	-1,8
POL: Produkcja budowlano-montażowa (cze.)	10:00	% r/r	-2,9	-1,2	-1,3	2,0
<b>Wtorek, 22 lipca</b>						
POL: Sprzedaż detaliczna (cze.)	10:00	% r/r	4,4	4,1	3,7	2,2
POL: Podaż pieniądza M3 (cze.)	14:00	% r/r	10,3	10,2	10,2	10,5
HUN: Posiedzenie MNB (lip.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
<b>Środa, 23 lipca</b>						
POL: Koniunktura konsumencka (lip.)	10:00	pkt.	-9,3	-9,0	--	--
POL: Stopa bezrobocia (cze.)	10:00	%	5,0	5,1	5,1	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., wst.)	16:00	pkt.	-15,3	-14,8	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (cze.)	16:00	mln	4,03	4,0	--	--
ROM: Podaż pieniądza M2 (cze.)	14:00	% r/r	8,7	--	--	--
<b>Czwartek, 24 lipca</b>						
GER: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	9:30	pkt.	49,0	49,5	--	--
GER: PMI w usługach (lip., wst.)	9:30	pkt.	49,7	50,2	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	10:00	pkt.	49,5	49,8	--	--
EUR: PMI w usługach (lip., wst.)	10:00	pkt.	50,5	50,8	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (lip.)	14:15	%	2,0	2,0	2,0	--
EUR: Stopa refinansowa EBC (lip.)	14:15	%	2,15	2,15	2,15	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	221	233	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	15:45	pkt.	52,9	52,0	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (cze.)	16:00	tys.	623	650	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (cze., rew.)	16:00	mln	1,394	1,387	--	--
<b>Piątek, 25 lipca</b>						
HUN: Stopa bezrobocia (cze.)	8:30	%	4,3	4,3	--	--
GER: Indeks Ifo (lip.)	10:00	pkt.	88,4	89,2	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (cze.)	10:00	% r/r	3,9	3,7	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze., wst.)	14:30	% m/m	16,4	-10,0	--	--

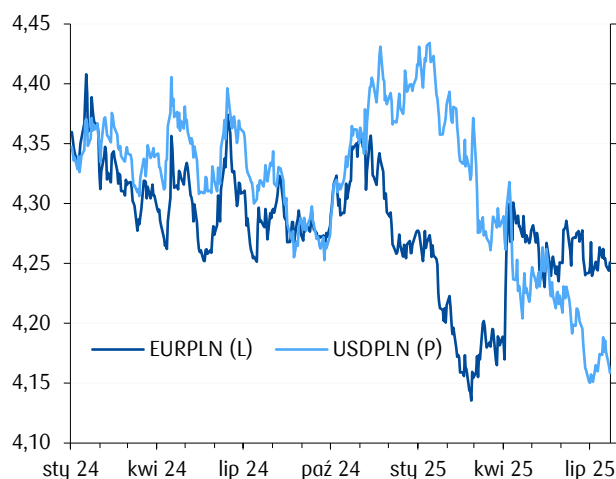
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

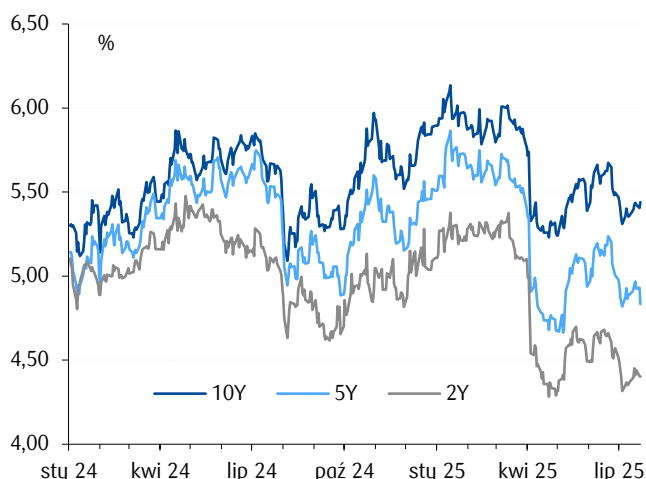
		Wartość 2025-07-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2510	0,2	-0,3	-0,1	-0,7	-10,8
	USDPLN	3,6261	-0,1	-1,2	-1,0	-8,1	-22,0
	CHFPLN	4,5585	0,2	-0,5	0,3	3,1	-5,0
	GBPPLN	4,8951	0,0	-0,5	-1,9	-3,7	-12,2
	EURUSD	1,1724	0,2	0,9	0,9	8,1	14,4
	EURCHF	0,9326	-0,1	0,3	-0,3	-3,6	-6,0
	GBPUSD	1,3503	0,1	0,8	-0,9	4,6	12,2
	USDJPY	146,44	-0,7	-1,6	1,2	-6,1	6,2
	EURCZK	24,61	0,0	-0,2	-0,7	-3,2	0,4
	EURHUF	398,95	0,0	-0,4	-0,6	2,1	0,1
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,40	0	0	-12	-70	-325
	PL5Y	4,84	-7	-9	-24	-70	-216
	PL10Y	5,44	3	4	-9	-23	-121
	DE2Y	1,80	-2	-7	-6	-97	116
	DE5Y	2,15	-2	-12	2	-25	113
	DE10Y	2,59	-3	-13	5	15	131
	US2Y	3,83	-3	-12	2	-66	60
	US5Y	3,88	-3	-16	2	-28	73
	US10Y	4,34	-4	-14	5	9	132
<b>Akcje</b>	WIG	107 395,6	-0,6	1,8	5,9	26,5	101,7
	WIG20	2 929,2	-0,7	2,0	6,0	19,8	74,4
	S&P500	6 309,6	0,1	1,1	3,6	13,6	60,3
	NASDAQ100	23 063,6	-0,5	0,8	3,9	16,8	88,3
	Shanghai Composite**	3 606,3	1,3	2,9	5,4	23,7	10,0
	Nikkei**	41 172,7	3,4	3,8	6,1	4,0	52,7
	DAX	24 041,9	-1,1	-0,1	1,7	29,6	80,7
	VIX	18,90	-0,5	-2,5	-1,8	26,6	-30,1
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	68,6	-0,9	-0,2	2,2	-15,3	-36,1
	Ropa WTI	67,6	-1,2	-0,3	3,2	-13,7	-36,3
	Złoto	3428,3	0,9	2,5	3,8	43,6	100,0

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

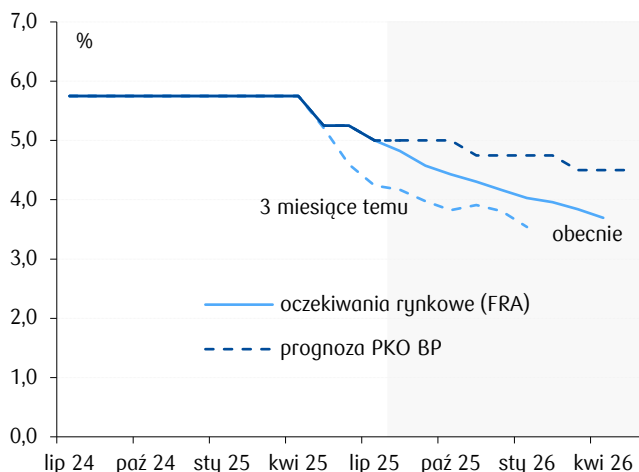
Notowania złotego wobec głównych walut



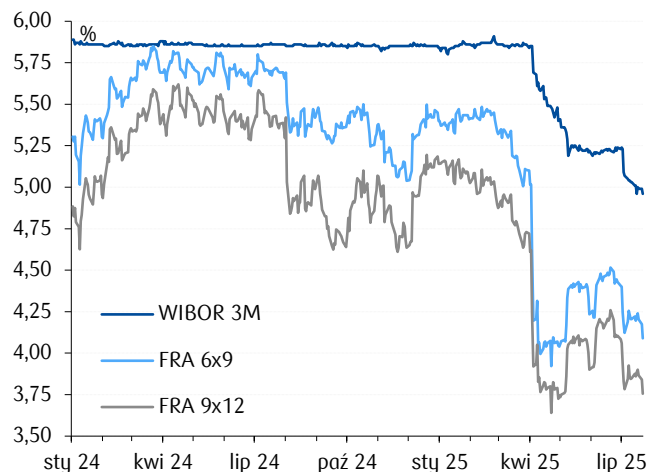
Rentowności polskich obligacji skarbowych



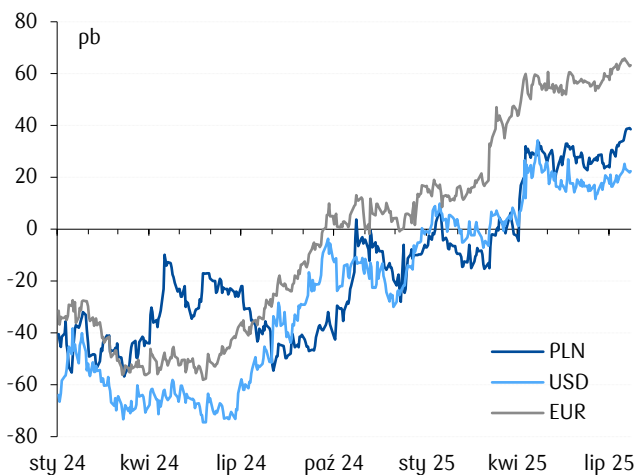
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



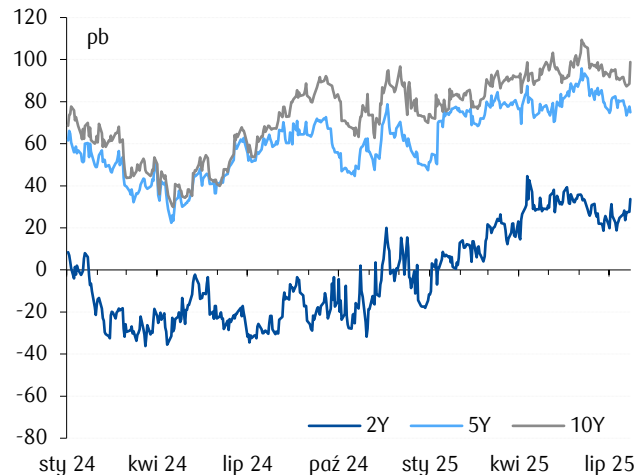
### Krótkoterminowe stopy procentowe



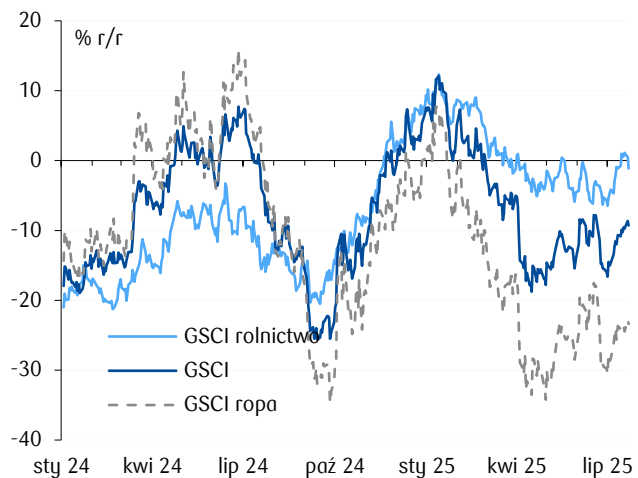
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



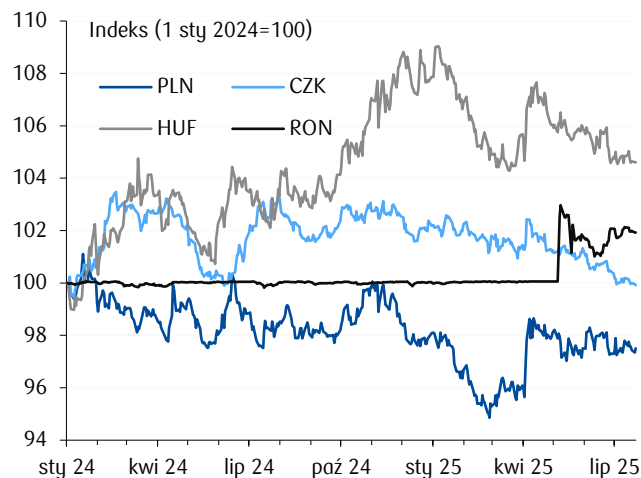
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

