

Pogorszenie koniunktury konsumenckiej

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Porozumienie handlowe pomiędzy USA i Japonią uspokoiło wczoraj inwestorów i wspierało notowania giełdowe. Dolar początkowo zyskiwał względem euro, jednak dzień zakończył blisko poziomu 1,1727. Rentowności amerykańskich *Treasuries* wzrosły o około 5pb wzdłuż całej krzywej. Kurs złotego podlegał ograniczonej zmienności – na koniec dnia EURPLN wyniósł 4,25 a USDPLN 3,62. Rentowności krajowych obligacji o tenorach 1-2 letnich nieznacznie spadły.
- **W USA w centrum uwagi znajdzie się dziś odczyt wskaźnika PMI w przetwórstwie**, który wedle oczekiwań ma się zauważalnie obniżyć, pozostając jednak powyżej poziomu neutralnego (kons.: 52,0 pkt.). Na dalszym planie znajdują się dane o sprzedaży nowych domów i wydanych pozwoleniach na budowę oraz cotygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla bezrobotnych.
- **W Europie najważniejsze będzie posiedzenie EBC** – zakładamy, że stopy pozostaną niezmienione, co Bank sygnalizował już po posiedzeniu w czerwcu. Obawy o zaostrzenie polityki handlowej USA i nałożenie kilkudziesięcioprocentowego cła na import z UE zachęcają decydentów z EBC do wstrzeźliwości i cierpliwości. Ewentualna kolejna obniżka stóp mogłaby mieć miejsce we wrześniu, po zakończeniu negocjacji handlowych USA-UE i ewentualnym wejściu w życie wyższych ceł. Wyższe stawki celne oznaczałyby niższą inflację i słabszy wzrost gospodarczy w strefie euro, co mogłoby skłonić Radę Prezesów do jeszcze jednej obniżki o 25pb (stopa depozytowa 1,75%). Inflacja stabilizująca się blisko celu powoduje jednak, że rynek w coraz mniejszym stopniu wycenia wrześniową obniżkę, przesuując swoje oczekiwania w kierunku grudnia.
- Ponadto z uwagą będziemy czekać na publikację **wskaźników PMI w przetwórstwie i usługach w strefie euro i w Niemczech**. Rynkowy konsensus zakłada umiarkowaną poprawę wszystkich 4 indeksów. Niewykluczone, że już dziś PMI w przetwórstwie dla strefy euro przekroczy poziom neutralny 50 pkt., choć oczekiwania są bardziej stonowane i zakładają wzrost do 49,8 pkt. (oraz 49,5 pkt. w przypadku Niemiec).
- W Polsce, w obliczu braku publikacji ważnych danych makro, odnotujemy zaprzysiężenie ogłoszonych wczoraj nowych ministrów.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

| | Wartość 2025-07-23 | (%, pb)* Δ 1D |
|-------------------------|-----------------------|------------------|
| Waluty: | | |
| EURPLN | 4,2540 | 0,1 |
| USDPLN | 3,6254 | 0,0 |
| CHFPLN | 4,5668 | 0,2 |
| GBPPLN | 4,9033 | 0,2 |
| EURUSD | 1,1734 | 0,1 |
| Obligacje: | | |
| PL2Y | 4,38 | -2 |
| PL5Y | 4,87 | 4 |
| PL10Y | 5,45 | 1 |
| DE10Y | 2,60 | 1 |
| US10Y | 4,39 | 5 |
| Indeksy akcyjne: | | |
| WIG | 107 975,6 | 0,5 |
| DAX | 24 240,8 | 0,8 |
| S&P500 | 6 358,9 | 0,8 |
| Nikkej** | 41 860,9 | 5,2 |
| Shanghai | | |
| Comp.** | 3 604,4 | 0,6 |
| Surowce: | | |
| Złoto | 3415,00 | -0,4 |
| Ropa Brent | 68,51 | -0,1 |

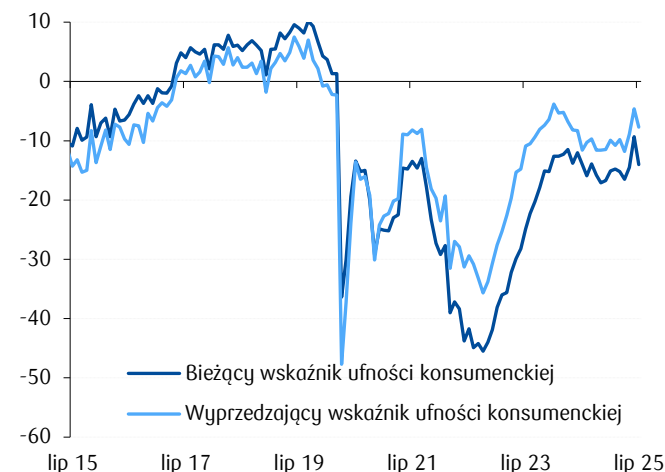
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Stopa bezrobocia w Polsce



Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

Wskaźniki ufności konsumenckiej w Polsce



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

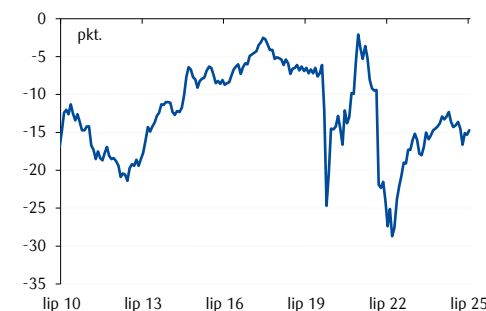
- POL: Premier D.Tusk ogłosił kształt nowego rządu.** Dotychczasowy Minister Finansów A.Domański pokieruje nowym resortem finansów i gospodarki. Nowopowstałym Ministerstwem Energii (przejmie kompetencje Ministerstwa Klimatu i Środowiska oraz Ministerstwa Przemysłu) pokieruje dotychczasowy wiceminister klimatu i środowiska M.Motyka. Minister Spraw Zagranicznych R.Sikorski obejmie urząd wicepremiera. Sędzia W.Żurek zostanie Ministrem Sprawiedliwości. T.Siemoniak przestanie pełnić funkcję Ministra Spraw Wewnętrznych i Administracji, jednak pozostanie koordynatorem służb specjalnych, zaś MSWiA pokieruje byłym ministrem M.Kierwiński (2023-24). Nowym Ministrem Aktywów Państwowych zostanie W.Balczun, Ministrem Rolnictwa i Rozwoju Wsi – S.Krajewski, Ministrą Zdrowia – J.Sobierańska-Grenda, Ministrą Kultury i Dziedzictwa Narodowego – dotychczasowa wiceminister M.Cienkowska, Ministrem Sportu – J.Rutnicki. M.Berek pozostanie ministrem-członkiem rady ministrów, jednak dodatkowo zostanie odpowiedzialny za nadzorowanie realizacji polityki rządu. Do zaprzysiężenia nowych ministrów ma dojść dzisiaj, a pierwsze posiedzenie rządu w nowym składzie odbędzie się w piątek.
- POL: Stopa bezrobocia w czerwcu wzrosła do 5,2% r/r z 5,0% r/r w maju, znacząco odbiegając od wzorca sezonowego, a także powyżej szacunku Ministerstwa Pracy i rynkowych oczekiwań. Po odsezonowaniu stopa bezrobocia wzrosła z 5,1% do 5,3% i była najwyższą od 1q23.** Liczba osób bezrobotnych wzrosła do 797 tys. (+14,2 tys. m/m). Nietypowo silny wzrost stopy bezrobocia można częściowo wyjaśnić zmianami regulacyjnymi, m.in. możliwością rejestrowania rolników jako osób bezrobotnych, a także możliwością rejestracji w urzędzie pracy według miejsca zamieszkania (zamiast zameldowania). Zmalała liczba bezrobotnych wyrejestrowanych w ciągu miesiąca (w tym z powodu znalezienia pracy), natomiast liczba osób nowo zarejestrowanych nie zmieniła się istotnie, choć trend sezonowy wskazywałby na jej spadek. Spadła także implikowana liczba osób aktywnych zawodowo. Popyt na pracę słabnie – istotnie zmniejszyły się zarówno liczba ofert zgłaszanych w ciągu miesiąca, jak i stan ofert na koniec miesiąca.
- POL: Koniunktura konsumentcka w lipcu, wbrew oczekiwaniom, pogorszyła się. Bieżący wskaźnik ufności konsumentckiej (BWUK) obniżył się o 4,7 pkt. m/m i sięgnął -14,0 pkt.,** jednak na tle ostatniego roku jest to wciąż solidny wynik. Pogorszeniu uległy wszystkie składowe BWUK: najsilniej zmieniła się ocena obecnej możliwości dokonywania ważnych zakupów (-6,8 pkt. m/m) oraz ocena zmian w ogólnej sytuacji ekonomicznej kraju w ostatnich 12m (-6,2 pkt. m/m), nieco mniej prognozowane zmiany w sytuacji kraju (-5,1 pkt. m/m), zaś najmniej zmieniła się ocena historycznej i prognozowanej zmiany sytuacji finansowej gospodarstw domowych (odpowiednio po -2,7 pkt. m/m). **Wskaźnik wyprzedzający (WWUK) zmniejszył się o 3,1 pkt. m/m do -7,7 pkt.** Na spadek WWUK wpłynęły wszystkie jego składniki: prognozowane zmiany w sytuacji kraju (-5,1 pkt. m/m), prognozowana zmiana poziomu bezrobocia (-4,0 pkt. m/m), prognozowana sytuacja finansowa gospodarstw domowych (-2,7 pkt. m/m) oraz prognozowana możliwość oszczędzania pieniędzy (-0,8 pkt. m/m). Dane wskazały także na wzrost oczekiwań inflacyjnych, w szczególności wzrost odsetka respondentów przekonanych, że ceny konsumentckie będą rosły szybciej lub w tempie podobnym do obecnego.
- EUR: Według wstępnego indeksu koniunktura konsumentcka w strefie euro w lipcu poprawiła się, w skali zbliżonej do oczekiwanej.** Indeks wzrósł do -14,7 pkt. z -15,3 pkt. w czerwcu. Poprawie nastrojów konsumentckich sprzyja niska inflacja, spójna z celem EBC, oraz perspektywa przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Nastroje pozostają jednak słabsze od wieloletniej średniej i gorsze niż przed pandemią. Optymizm jest studzony przez szereg czynników, takich jak wyzwania związane z utrzymaniem, czy wręcz odbudowaniem

Struktura oczekiwań inflacyjnych konsumentów na najbliższe 12 miesięcy



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Koniunktura konsumentcka w strefie euro

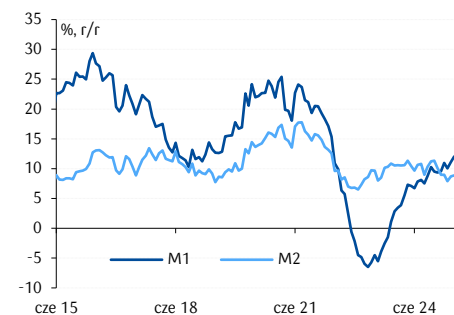


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

konkurencyjności Europy, w szczególności w warunkach wysokiej niepewności związanej z relacjami handlowymi z USA.

- **POL:** Liczba ludności na koniec 2q25 wyniosła 37,401 mln, co oznacza spadek o 162 tys. r/r oraz o 88 tys. względem końca 2024.
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w USA w czerwcu wyniosła 3,93 mln (dane zannualizowane), co oznacza spadek o 2,7% m/m. Od połowy 2023 liczba sprzedanych mieszkań utrzymuje się w okolicach 4 mln, co jest oznaką dekonjunktury na rynku mieszkaniowym. Jednocześnie ceny mieszkań kontynuują wzrosty, m.in. za sprawą niskiej podaży lokali, których przybywa na rynku wolniej niż mieszkańców. Medianowa cena mieszkania wzrosła w czerwcu o 2% r/r do 435,3 tys. USD.
- **USA:** Według doniesień Financial Times Stany Zjednoczone i Unia Europejska są bliskie zawarcia umowy handlowej, która zakłada 15% cła na import z UE (wobec obecnie obowiązującej 10% stawki, która od 1 sierpnia wyniesie 30%). Gazeta poinformowała również, że jeśli do 1 sierpnia nie uda się osiągnąć porozumienia, to UE zastosuje pakiet ceł odwetowych sięgających 30%.
- **ROM:** Podaż pieniądza M2 w czerwcu wzrosła o 8,9% r/r po wzroście o 8,7% r/r w maju. Jednocześnie podaż pieniądza M1 wzrosła o 12,0% r/r wobec wzrostu o 11,1% r/r miesiąc wcześniej.

Podaż pieniądza w Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

| Wskaźnik | Godz. | Jednostka | Poprzednio | Konsensus | PKO BP | Odczyt |
|--|-------|-----------|------------|-----------|--------|--------|
| Piątek, 18 lipca | | | | | | |
| 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 |
| Poniedziałek, 21 lipca | | | | | | |
| 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 |
| Wtorek, 22 lipca | | | | | | |
| 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 |
| Środa, 23 lipca | | | | | | |
| POL: Koniunktura konsumencka (lip.) | 10:00 | pkt. | -9,3 | -9,0 | -- | -14,0 |
| POL: Stopa bezrobocia (cze.) | 10:00 | % | 5,0 | 5,1 | 5,1 | 5,2 |
| EUR: Koniunktura konsumencka (lip., wst.) | 16:00 | pkt. | -15,3 | -14,8 | -- | -14,7 |
| USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (cze.) | 16:00 | mln | 4,04 | 4,0 | -- | 3,93 |
| ROM: Podaż pieniądza M2 (cze.) | 14:00 | % r/r | 8,7 | -- | -- | 8,9 |
| Czwartek, 24 lipca | | | | | | |
| 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 | % | 2,00 | 2,00 | 2,00 | -- |
| 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 | -- | -- |
| Piątek, 25 lipca | | | | | | |
| 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 | -- | -- |

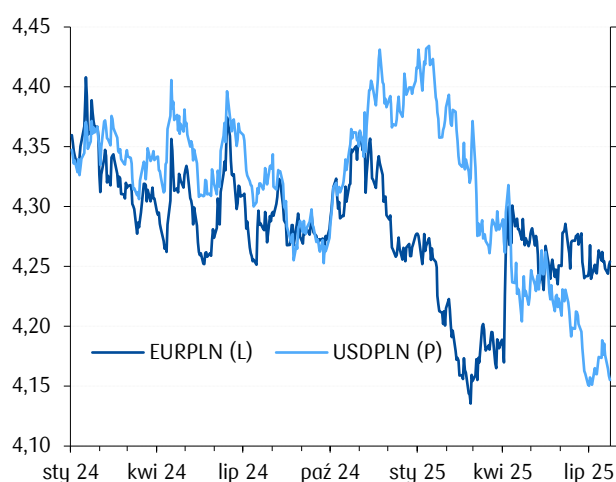
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

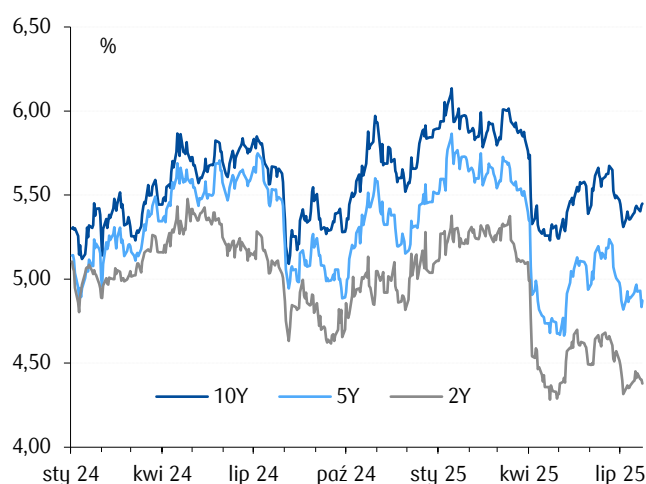
| | | Wartość 2025-07-23 | Δ 1D | Δ 1W | Δ (% , pb)* | | |
|------------------|----------------------|-----------------------|------|------|-------------|-------|-------|
| | | | | | Δ 4W | Δ 12M | Δ 36M |
| Waluty | EURPLN | 4,2540 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | -1,0 | -10,8 |
| | USDPLN | 3,6254 | 0,0 | -1,2 | -0,8 | -8,4 | -22,3 |
| | CHFPLN | 4,5668 | 0,2 | 0,1 | 0,7 | 2,0 | -5,1 |
| | GBPPLN | 4,9033 | 0,2 | 0,0 | -1,5 | -4,2 | -12,6 |
| | EURUSD | 1,1734 | 0,1 | 1,2 | 1,0 | 8,1 | 14,9 |
| | EURCHF | 0,9315 | -0,1 | -0,1 | -0,5 | -2,9 | -6,0 |
| | GBPUSD | 1,3561 | 0,4 | 1,2 | -0,5 | 5,0 | 13,0 |
| | USDJPY | 146,42 | 0,0 | -1,4 | 0,5 | -4,5 | 6,0 |
| | EURCZK | 24,59 | -0,1 | -0,2 | -0,6 | -3,3 | 0,5 |
| | EURHUF | 398,78 | 0,0 | -0,2 | -0,5 | 1,3 | 0,4 |
| Obligacje | PL2Y | 4,38 | -2 | -7 | -13 | -73 | -335 |
| | PL5Y | 4,87 | 4 | -8 | -18 | -60 | -204 |
| | PL10Y | 5,45 | 1 | 2 | -5 | -16 | -114 |
| | DE2Y | 1,80 | 0 | -3 | -5 | -92 | 118 |
| | DE5Y | 2,16 | 1 | -8 | 1 | -22 | 114 |
| | DE10Y | 2,60 | 1 | -9 | 4 | 16 | 134 |
| | US2Y | 3,89 | 6 | 0 | 12 | -54 | 64 |
| | US5Y | 3,94 | 6 | -4 | 10 | -23 | 76 |
| | US10Y | 4,39 | 5 | -6 | 11 | 10 | 135 |
| Akcje | WIG | 107 975,6 | 0,5 | 2,4 | 6,7 | 27,8 | 100,9 |
| | WIG20 | 2 946,6 | 0,6 | 2,7 | 7,2 | 21,2 | 73,9 |
| | S&P500 | 6 358,9 | 0,8 | 1,5 | 4,4 | 17,2 | 60,6 |
| | NASDAQ100 | 23 162,4 | 0,4 | 1,1 | 4,2 | 21,7 | 86,2 |
| | Shanghai Composite** | 3 604,9 | 0,6 | 2,9 | 4,3 | 24,2 | 9,1 |
| | Nikkei** | 41 854,7 | 5,2 | 5,5 | 7,5 | 6,9 | 51,2 |
| | DAX | 24 240,8 | 0,8 | 1,0 | 3,2 | 31,8 | 82,5 |
| | VIX | 18,10 | -4,2 | -7,3 | -4,8 | 6,0 | -31,1 |
| Surowce | Ropa Brent | 68,5 | -0,1 | 0,0 | 1,2 | -16,2 | -35,9 |
| | Ropa WTI | 66,1 | -2,2 | -1,6 | 0,1 | -16,2 | -35,1 |
| | Złoto | 3415,0 | -0,4 | 2,0 | 2,7 | 40,7 | 99,9 |

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

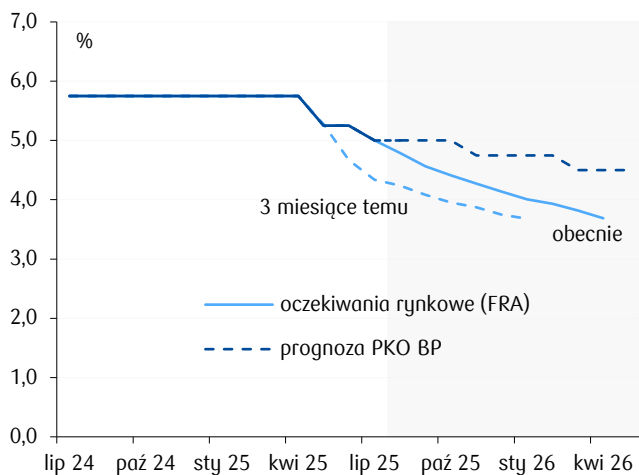
Notowania złotego wobec głównych walut



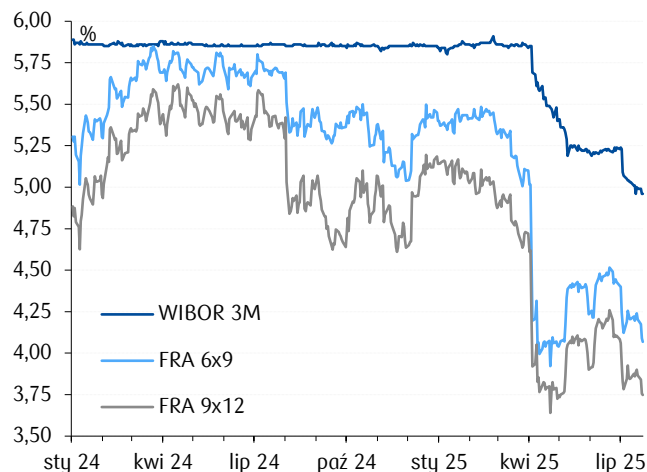
Rentowności polskich obligacji skarbowych



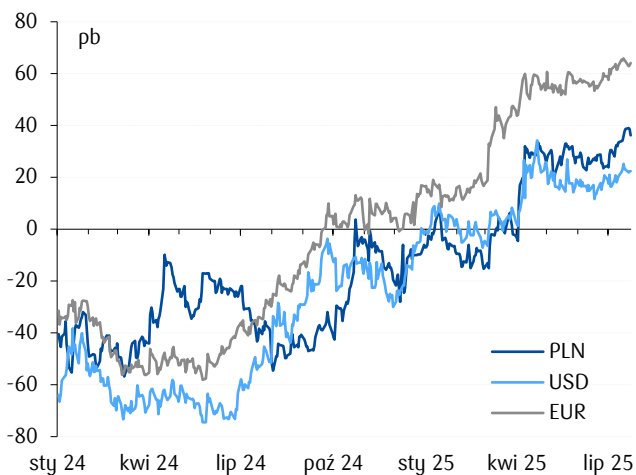
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



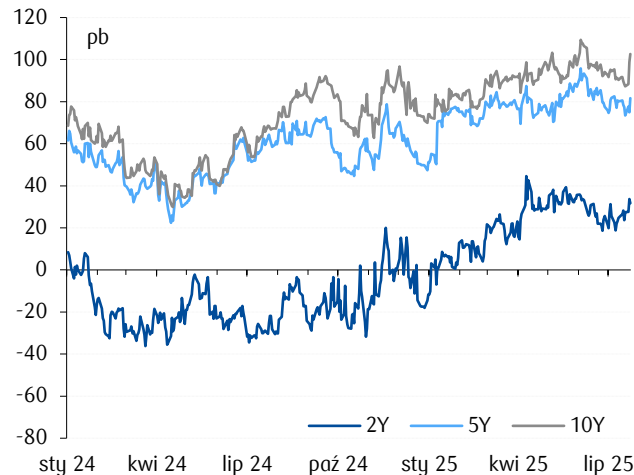
Krótkoterminowe stopy procentowe



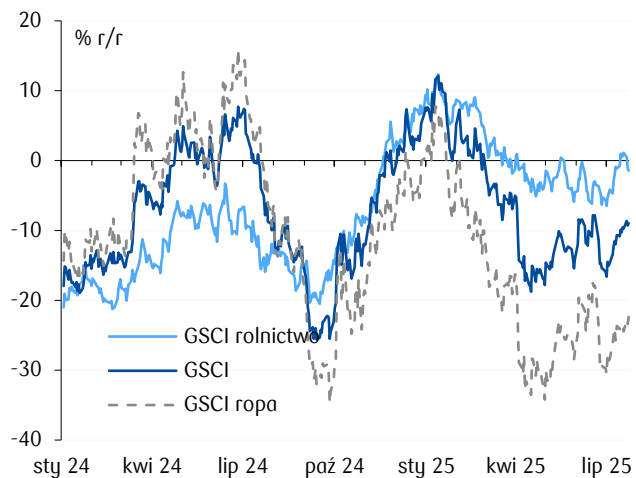
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



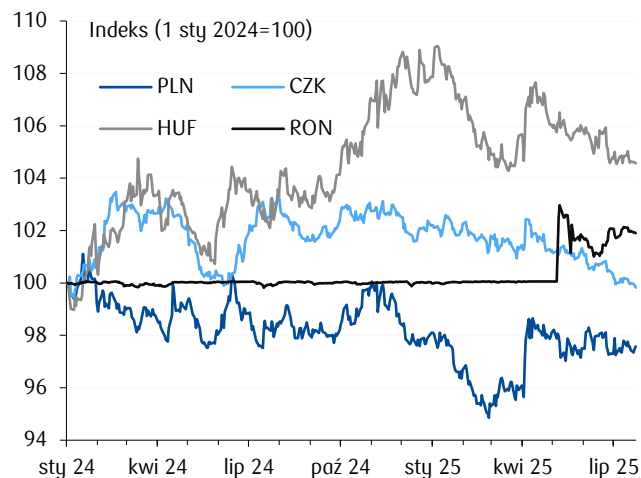
Spread asset swap dla PLN



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.

