

KOMENTARZ TYGODNIOWY

21 lipca 2025

Ograniczony wpływ niepewności dot. polityki handlowej na rynki finansowe. W tym tygodniu oczekiwane utrzymanie stóp EBC bez zmian.

- W minionym tygodniu notowania aktywów na globalnym rynku finansowym zmieniły się w ograniczonej skali. W kontekście polityki handlowej, miniony tydzień nie przyniósł nowych istotnych decyzji. Ze strony administracji USA utrzymała się ostrzejsza retoryka, ale inwestorzy w dalszym ciągu zakładają, że ostateczna skala wzrostu ceł nie będzie tak wysoka, jak dotychczasowe zapowiedzi. Publikowane dane makroekonomiczne (gł. z USA) z jednej strony okazały się nieco lepsze od oczekiwań, z drugiej strony nie zmieniają średnioterminowych prognoz spowolnienia aktywności gospodarczej.
- W czerwcu sprzedaż detaliczna w USA wzrosła silniej od oczekiwań (o 0,6%). W całym II kw. wyniki sprzedaży kształtowały się na słabszym poziomie wobec tych z II poł. 2024 r., a wyraźnie słabsze (w I kw.) wydatki konsumentów na usługi mogą dodatkowo dalej obniżać dynamikę konsumpcji prywatnej. W czerwcu na stabilnym poziomie ukształtowały się wyniki produkcji przemysłowej potwierdzając w II kw. wyraźnie niższe tempo wzrostu aktywności sektora w porównaniu do wyników z pierwszych miesięcy roku.
- W II kw. br. dynamika PKB w Chinach minimalnie przekroczyła oczekiwania rynkowe (5,2% r/r). Dane czerwcowe z solidnym wynikiem produkcji przemysłowej wskazują na stabilną sytuację cykliczną, niemniej wyraźnie słabszy wzrost sprzedaży detalicznej oraz wydatków inwestycyjnych (szczególnie na rynku mieszkaniowym) wskazują na utrzymujące się wyzwania strukturalne chińskiej gospodarki. Choć na początku bieżącego tygodnia bank centralny Chin utrzymał stabilne stopy procentowe, przestrzeń do dalszego poluzowania polityki pieniężnej utrzymuje się.
- W tych warunkach nastroje rynkowe w trakcie tygodnia zmieniały się w ograniczonym stopniu. Globalny indeks cen akcji MSCI wzrósł o 0,6%, w tym w USA wzrósł o 0,7%, a dla strefy euro obniżył się o 0,1%. W skali tygodnia rentowności obligacji skarbowych na rynkach bazowych zmieniły się minimalnie. W trakcie tygodnia ponowny wzrost obaw przed presją polityczną na Fed (pogłoski o planie administracji zmiany szefa banku centralnego) skutkowały okresowym wzrostem rentowności na dłuższym końcu krzywej w USA. Ich późniejsze zdementowanie uspokoiło nastroje i obniżyło rentowności. Prawdopodobnie spadek tych obaw pod koniec tygodnia pomógł wzmocnieniu dolara, który w relacji do koszyka walut zyskał na wartości 0,3%, a w relacji do euro obniżył się w kierunku 1,16 USD/EUR.
- Na krajowym rynku zaskakująco dobrze, na tle sytuacji globalnej, radziły sobie ceny akcji, ze wzrostem indeksu WIG o ponad 3,0%. Kurs złotego lekko zyskał na wartości w relacji do koszyka walut (0,3%) wzmacniając się w relacji do euro (minimalnie) i franka szwajcarskiego, lekko osłabiając z kolei w relacji do zyskującego na wartości dolara.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
i Sektorowych
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa
Główny Ekonomista
+48 696 405 159
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska
Ekonomista
+48 515 111 698
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Rentowności krajowych obligacji skarbowych lekko wzrosły, o 4 pkt. baz. w przypadku papierów dwuletnich i o 7 pkt. baz. w przypadku 10-latek. Wzrosły kontrakty IRS, w tym w 10-letnim tenorze o ponad 10 pkt. baz., kontynuując korektę wzrostową z tygodnia wcześniejszego, po solidnym spadku na początku miesiąca po konferencji prezesa NBP. Ten ruch mogły wspierać kolejne wypowiedzi członków RPP wpisujące się w scenariusz jedynie umiarkowanych dalszych obniżek stóp (25 – 50 pkt. baz. w II poł. br.)
- Opublikowane ostateczne dane dot. inflacji CPI w czerwcu potwierdziły wnioski z szacunku wstępnego (tj. utrzymanie wskaźnika CPI na poziomie 4,1% r/r i wzrost inflacji bazowej do 3,4%). Te dane mają jednak ograniczony wpływ na prognozę inflacji w nadchodzących miesiącach, dla której dominujące znaczenie ma efekt bazy dla cen energii, przekładający się na prognozę skokowego spadku wskaźnika za lipiec do poniżej 3,0% r/r i utrzymanie inflacji w przedziale 2,5% – 3,0% r/r w II poł. roku.
- Dziś rozpocznie się seria publikacji czerwcowych danych ze sfery realnej krajowej gospodarki. Choć odczyty mogą być nieco słabsze niż przed miesiącem, to będzie to w dominującym stopniu efektem mniej sprzyjającego układu kalendarzowego. Sądzymy, że dane potwierdzą stabilizowanie się dynamiki PKB nieco powyżej 3,0% r/r.
- Na bieżący tydzień zaplanowane jest posiedzenie rady EBC, na którym powszechnie oczekuje się utrzymania stóp, po serii ich obniżek od września 2024 r. Podczas czerwcowej konferencji prasowej prezes Lagarde zasugerowała pauzę w obniżkach stóp, a publikowane w minionych tygodniach dane tę zapowiedź wspierają.
- W czwartek opublikowane zostaną także wstępne lipcowe wskaźniki koniunktury PMI w krajach rozwiniętych, dające więcej informacji dot. kształtowania się koniunktury w warunkach utrzymującej się niepewności sytuacji w globalnym handlu.
- To jednak same ewentualne informacje dotyczące porozumień handlowych między USA a poszczególnymi partnerami handlowymi, w tym z UE, mogą być dużo istotniejsze dla rynków. Choć ostateczne uzgodnienia dot. warunków handlowych USA – EU w bieżącym tygodniu wydają się mało prawdopodobne, to zbliżający się termin graniczny 1 sierpnia może przynieść więcej informacji dot. samego przebiegu negocjacji. Na chwilę obecną rynek wciąż wierzy albo w zawarcie umów handlowych przed 1 sierpnia, albo w kolejne odsunięcie w czasie wejścia w życie zaporowych ceł. Naszym bazowym scenariuszem jest uniknięcie eskalacji sporu handlowego w relacjach USA-UE (docelowo cła na poziomie 10%). Natomiast ścieżka dojścia do tego celu może być wyboista. Ponadto należy pamiętać, że nawet cła na 10-proc. poziomie (wraz z wyższymi cłami sektorowymi) oznaczać będą wzrost protekcyjizmu w relacjach USA-UE i przez to będą miały niekorzystny wpływ na aktywność gospodarczą w UE, w tym szczególnie w Niemczech.

Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

- **Posiedzenie Rady Europejskiego Banku Centralnego (24 czerwca)**

Oczekujemy, że rada EBC utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie, w tym stopę depozytową na poziomie 2,00%.

Na konferencji prasowej w czerwcu prezes Lagarde zasugerowała przerwę w cyklu luzowania polityki pieniężnej, taki też przekaz dominował w wypowiedziach członków rady EBC. Argumentem za taką decyzją jest dotychczasowa znacząca skala obniżek stóp, perspektywa utrzymania inflacji w okolicach celu inflacyjnego na przełomie 2025 i 2026 r., przy wciąż wysokim ryzyku dot. scenariusza rozwoju sytuacji gospodarczej. Publikowane w ostatnim czasie dane (głównie lepsze dane ze sfery realnej) powinny wspierać taką decyzję, wzmacniając ocenę rady, że może ona w najbliższym czasie analizować napływające dane i informacje.

Choć ryzyko ponownej obniżki stóp EBC pozostaje bardzo wysokie (wyzwania w sferze realnej, dotychczasowa aprecjacja euro), to wydaje się, że w większym stopniu dotyczy ono posiedzenia wrześniowego niż lipcowego.

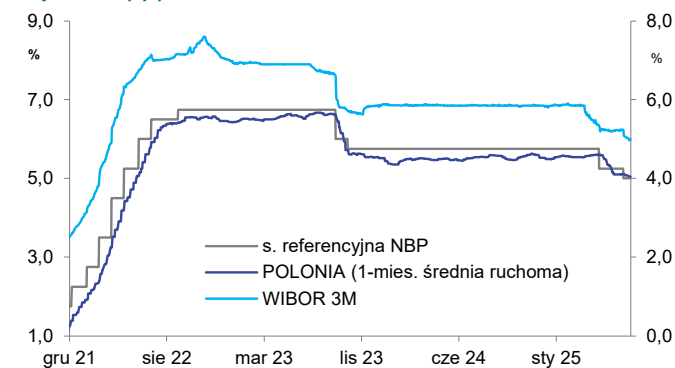
Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

poniedziałek 21 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	cze	-0,8% r/r	-0,8% r/r	-0,8% r/r
10:00	PL	Wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw	cze	8,4% r/r	8,6% r/r	8,7% r/r
10:00	PL	Produkcja przemysłowa	cze	3,9% r/r	1,6% r/r	1,0% r/r
10:00	PL	Wskaźnik cen w przemyśle PPI	cze	-1,5% r/r	-1,7% r/r	-1,7% r/r
10:00	PL	Produkcja budowlano-montażowa	cze	-2,9% r/r	-1,2% r/r	-1,1% r/r
wtorek 22 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Sprzedaż detaliczna	cze	4,4% r/r	4,1% r/r	3,9% r/r
14:00	PL	Podaż pieniądza M3	cze	10,3% r/r	10,2% r/r	10,1% r/r
14:30	US	Wystąpienie publiczne prezesa Fed Jerome Powella	lip	-	-	-
19:00	EMU	Wystąpienie publiczne prezes ECB Christine Lagarde	lip	-	-	-
środa 23 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	PL	Stopa bezrobocia	cze	5,0%	4,9%	4,9%
czwartek 24 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lip	49,0 pkt.	49,4 pkt.	-
09:30	DE	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lip	49,7 pkt.	50,0 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – przemysł (wst.)	lip	49,5 pkt.	49,7 pkt.	-
10:00	EMU	Indeks koniunktury PMI – usługi (wst.)	lip	50,5 pkt.	50,6 pkt.	-
14:15	EMU	Decyzja rady EBC dot. stóp procentowych (st. depo / st. oper. refin.)	lip	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%	2,00% / 2,15%
14:45	EMU	Konferencja prasowa prezes EBC po posiedzeniu rady EBC	lip	-	-	-
piątek 25 lipca			okres	poprzednie dane	prognoza rynek	prognoza BOŚ
10:00	DE	Wskaźnik nastrojów w biznesie Ifo	lip	88,4 pkt.	89,2 pkt.	-

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu, *prognoza sprzed publikacji flash CPI, **szacunek na podstawie danych z flash CPI

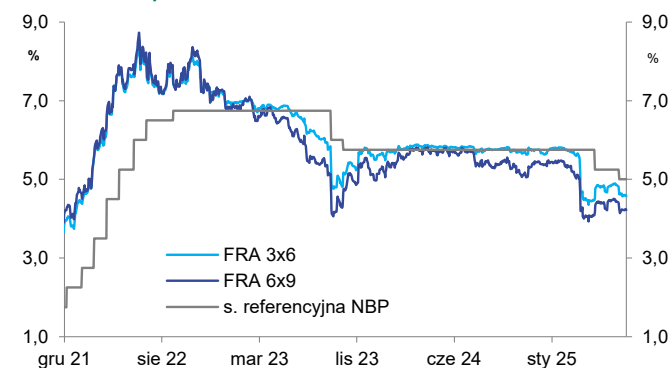
Rynki finansowe

Krajowe stopy procentowe



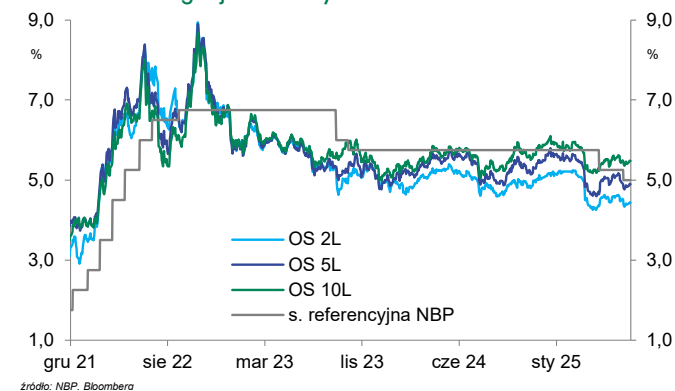
źródło: NBP, Bloomberg

Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



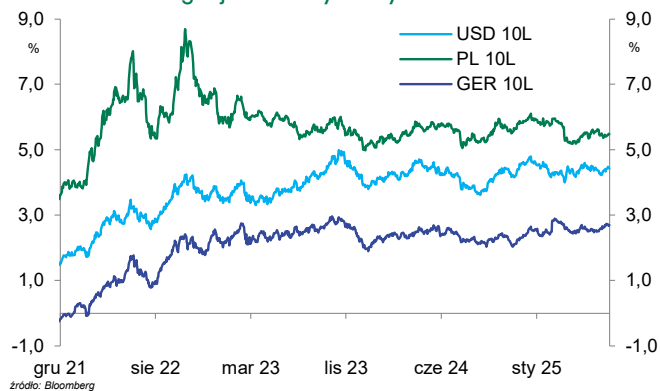
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – Polska



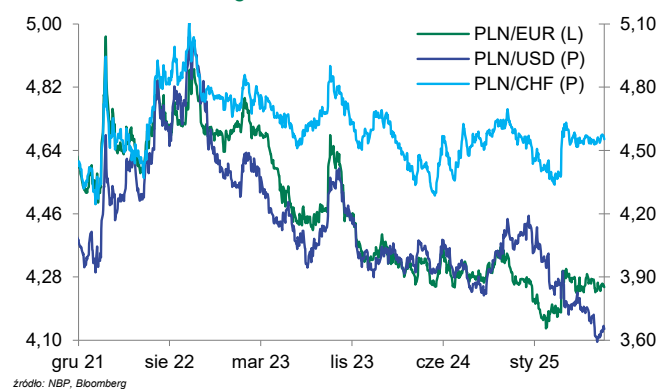
źródło: NBP, Bloomberg

Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



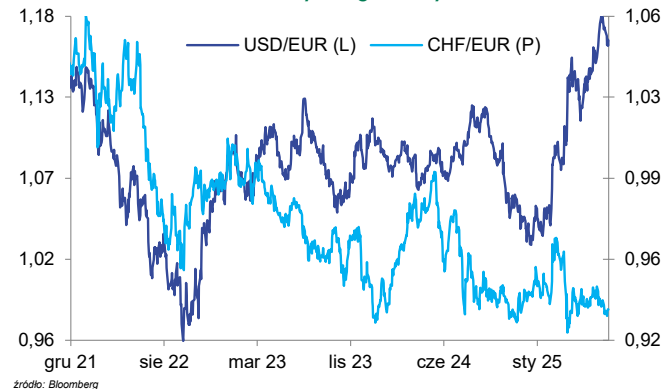
źródło: Bloomberg

Notowania kursu złotego



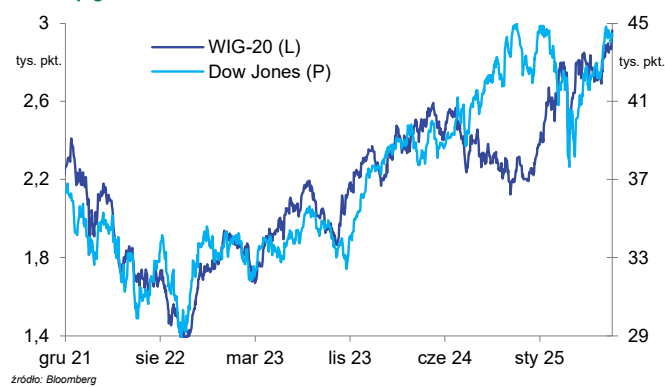
źródło: NBP, Bloomberg

Notowania kursów walut na rynku globalnym



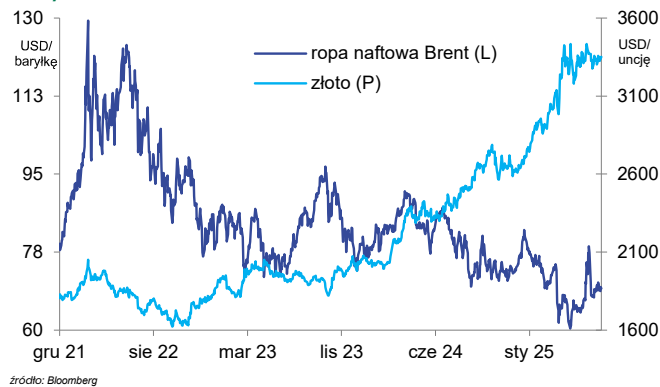
źródło: Bloomberg

Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

Ceny surowców



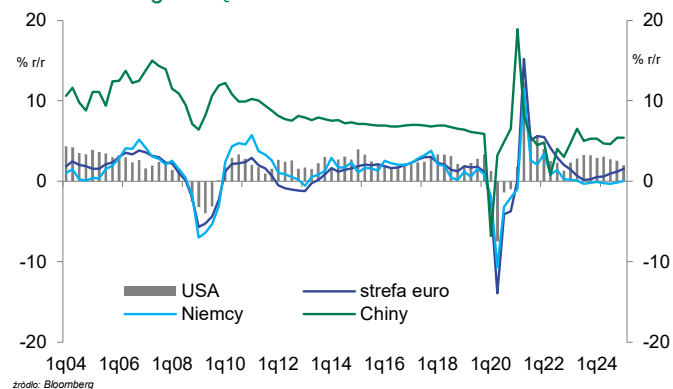
źródło: Bloomberg

2025-07-21

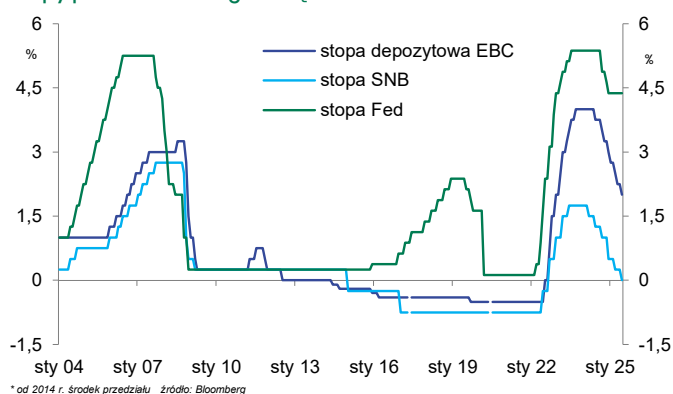
Klauzula poufności: BOŚ jawne

Sfera realna

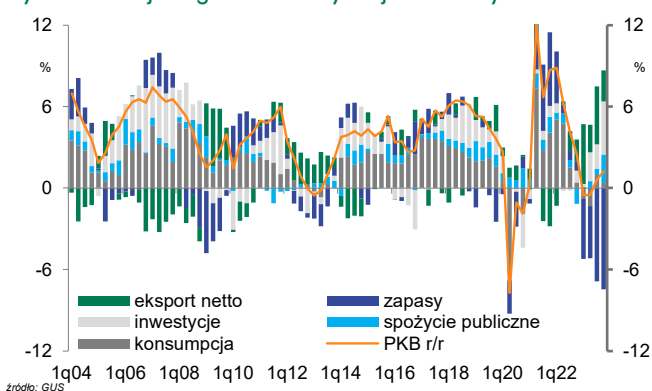
Wzrost PKB za granicą



Stopy procentowe za granicą



Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



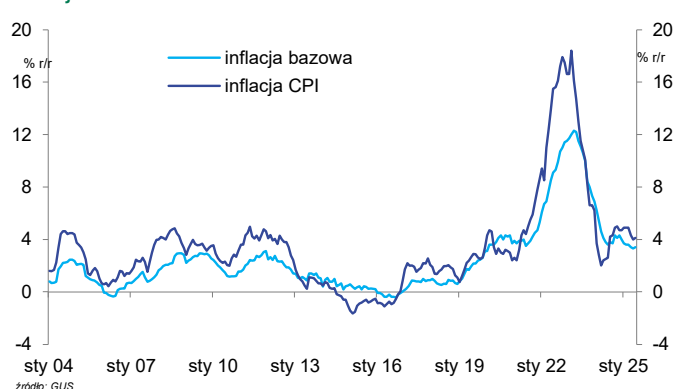
Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



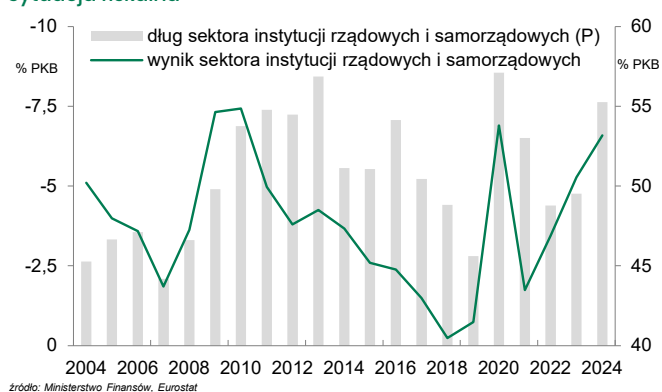
Rynek pracy



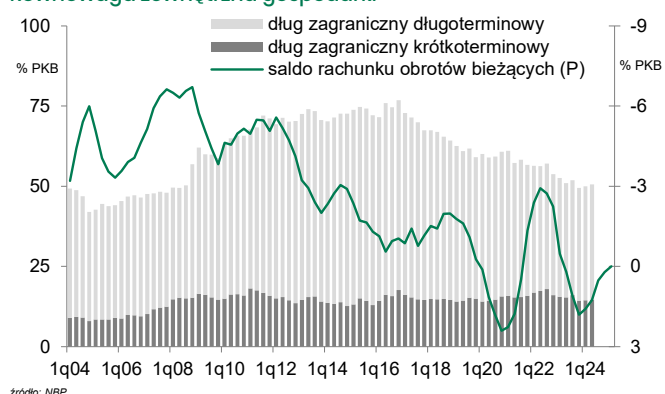
Inflacja



Sytuacja fiskalna



Równowaga zewnętrzna gospodarki



Prognoza wskaźników finansowych

wskaźnik		30.06.2025	11.07.2025	18.07.2025	31.08.2025	30.09.2025	31.12.2025
Stopa lombardowa NBP	%	5,75	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
Stopa referencyjna NBP	%	5,25	5,00	5,00	5,00	4,75	4,50
Stopa depozytowa NBP	%	4,75	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
WIBOR 3M	%	5,23	5,03	4,99	4,90	4,70	4,40
FRA 3x6	%	4,83	4,59	4,57	-	-	-
FRA 6x9	%	4,42	4,22	4,22	-	-	-
FRA 9x12	%	4,10	3,86	3,88	-	-	-
IRS 2L	%	4,34	4,16	4,21	-	-	-
IRS 5L	%	4,26	4,12	4,23	-	-	-
IRS 10L	%	4,59	4,49	4,60	-	-	-
Obligacje skarbowe 2L	%	4,53	4,39	4,43	4,35	4,30	4,15
Obligacje skarbowe 5L	%	4,92	4,83	4,89	4,90	4,85	4,70
Obligacje skarbowe 10L	%	5,49	5,41	5,48	5,30	5,25	5,10
PLN/EUR	PLN	4,24	4,26	4,25	4,26	4,27	4,30
PLN/USD	PLN	3,62	3,64	3,65	3,64	3,67	3,79
PLN/CHF	PLN	4,53	4,57	4,55	4,56	4,54	4,57
USD/EUR	USD	1,18	1,17	1,16	1,17	1,17	1,14
Stopa Fed	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa depozytowa EBC	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Stopa SNB	%	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Obligacje skarbowe USD 10L	%	4,23	4,41	4,42	4,20	4,15	4,00
Obligacje skarbowe GER 10L	%	0,00	2,72	2,69	2,45	2,40	2,30

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

WAŻNA INFORMACJA: Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.