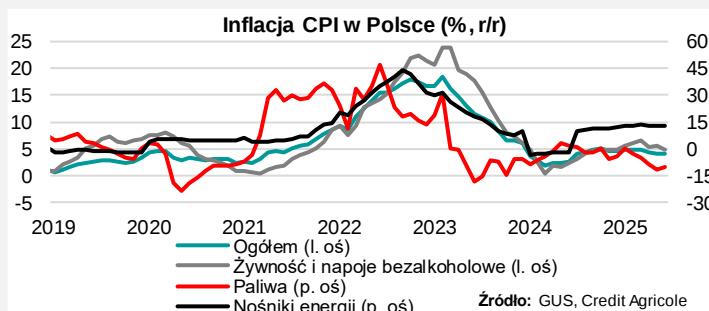


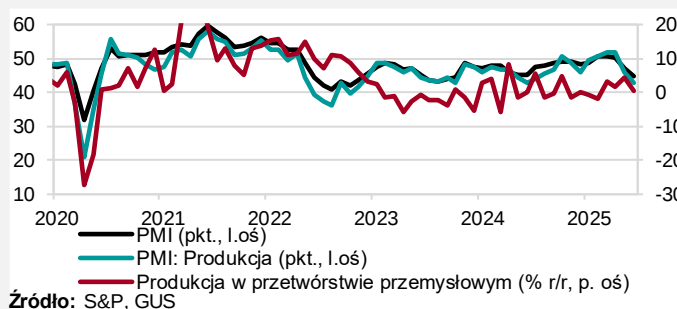
W tym tygodniu

Najważniejszym wydarzeniem w tym tygodniu będą napływające informacje dotyczące negocjacji w sprawie umowy handlowej pomiędzy USA a UE. W niedzielę prezydent USA D. Trump po swoim spotkaniu z przewodniczącą Komisji Europejskiej U. von der Leyen poinformował, że w ramach porozumienia handlowego między UE a USA ustanowiono stawkę celną na unijny eksport towarów do USA w wysokości 15%. Pojawiają się jednak rozbieżności dotyczące zakresu towarowego wynegocjowanej stawki celnej. Z jednej strony U. von der Leyen stwierdziła, że 15% stawka dotyczyć będzie wszystkich towarów. Z drugiej strony D. Trump poinformował, że nie obejmuje ona produktów farmaceutycznych i metali. D. Trump ogłosił również, że UE zgodziła się na zakup amerykańskich produktów energetycznych o wartości 750 mld USD, zwiększenie inwestycji w USA o 600 mld USD ponad ich obecny poziom, otwarcie rynku na handel z USA bez ceł oraz zakup „ogromnych ilości” sprzętu wojskowego. Według wypowiedzi U. von der Leyen obie strony zgodziły się na zastosowanie zerowych stawek celnych na m.in. samoloty i ich części, niektóre chemikalia, leki generyczne, część produktów rolnych i krytyczne surowce. Umowa zacznie obowiązywać od 1 sierpnia. Informacje prasowe wskazują nadal na duże rozbieżności dotyczące ostatecznego wyniku negocjacji. Dlatego uważamy, że informacje napływające w tej sprawie będą oddziaływać w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

Kolejnym ważnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce. Oczekujemy, że roczna dynamika cen obniżyła się w lipcu do 2,6% r/r wobec 4,1% w czerwcu. Tym samym zbliżyła się ona do celu inflacyjnego po raz pierwszy od czerwca 2024 r. Silny spadek inflacji wynikał przede wszystkim z efektów wysokiej bazy sprzed roku związanych z odmrożeniem cen gazu i prądu w lipcu 2024 r. (por. MAKROpuls z 14.08.2024). Nasza prognoza jest niższa od konsensusu rynkowego (2,8%), a tym samym jej materializacja będzie lekko negatywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Istotnym wydarzeniem będzie także zaplanowana na piątek publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa, który naszym zdaniem zwiększył się w lipcu do 47,4 pkt. wobec 44,8 pkt. w czerwcu. Oczekiwany przez nas wzrost indeksu będzie spójny z poprawą wskaźników PMI dla niemieckiego przetwórstwa (patrz poniżej). Nasza prognoza kształtuje się powyżej konsensusu (45,6 pkt.), a tym samym jej materializacja będzie lekko pozytywna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.



Istotnym wydarzeniem w tym tygodniu będzie również zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Uważamy, że docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej zostanie utrzymany na poziomie [4,25%, 4,50%]. Nasza prognoza jest zgodna z konsensem rynkowym. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej, J. Powell

najprawdopodobniej powtórzy, że decyzje FOMC zależą będą od napływających danych. Uważamy, że Powell przypomni również, że zgodnie z czerwcową projekcją większość członków FOMC oczekuje kolejnej obniżki stóp procentowych do końca 2025 r., pozostawiając w ten sposób otwartą furtkę do oczekiwanej przez nas obniżki o 25pb we wrześniu br. Podczas konferencji prasowej najprawdopodobniej padną pytania o ostatnią krytykę J. Powella przez D. Trumpa (dotyczyła ona wstrzymywania się z kolejnymi obniżkami stóp procentowych oraz błędnych szacunków kosztów remontu siedziby Fed). Uważamy jednak, że szef Rezerwy Federalnej będzie udzielać wymijających odpowiedzi, podkreślając znaczenie niezależności Fed. Naszym zdaniem konferencja prasowa po posiedzeniu FOMC, w tym ewentualne wypowiedzi J. Powella dotyczące oczekiwanego wpływu ceł na inflację w USA, będzie oddziaływała w kierunku podwyższonej zmienności na rynkach finansowych.

W tym tygodniu poznamy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Oczekujemy, że, zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 105 tys. osób w lipcu wobec wzrostu o 147 tys. w czerwcu, przy lekkim zwiększeniu stopy bezrobocia do 4,2% wobec 4,1%. Przed publikacją danych nt. zatrudnienia poza rolnictwem dodatkowych informacji nt. rynku pracy dostarczy raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (rynek oczekuje wzrostu o 80 tys. w lipcu wobec spadku o 33 tys. w czerwcu). Prognozujemy, że inflacja PCE ogółem zwiększyła się w czerwcu do 2,5% wobec 2,3% w maju, przy jednoczesnej stabilizacji inflacji bazowej PCE na poziomie 2,7%. Dane wskażą zatem na nieznaczny wzrost presji inflacyjnej, jednocześnie dostarczając cennych informacji odnośnie do skali i tempa wpływu podwyżek stawek celnych na ceny konsumenckie. W tym tygodniu poznamy również wstępny szacunek amerykańskiego PKB w II kw. Oczekujemy, że w sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB zwiększyło się w II kw. do 2,2% wobec -0,5% w I kw. W tym tygodniu opublikowany zostanie również indeks ISM dla przetwórstwa. Prognozujemy, że zwiększył się on w lipcu do 49,6 pkt. wobec 49,0 pkt. w czerwcu, co będzie spójne z regionalnymi wynikami badań koniunktury. W tym tygodniu poznamy również wskaźniki koniunktury konsumenckiej. Oczekujemy, że finalny indeks Uniwersytetu Michigan (61,8 pkt. w lipcu wobec 60,7 pkt. w czerwcu i 61,8 pkt. we wstępnym szacunku) oraz indeks zaufania konsumentów Conference Board (96,0 pkt. w lipcu wobec 93,0 pkt. w czerwcu) wskażą na poprawę nastrojów konsumenckich. Publikacja danych z USA będzie w naszej ocenie neutralna dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji.

W środę opublikowane zostaną wstępne szacunki PKB dla najważniejszych gospodarek strefy euro. Oczekujemy, że kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w II kw. do -0,3% wobec 0,6% w I kw., co wynikało w dużym stopniu z efektów wysokiej bazy z poprzedniego kwartału. Były one związane z przyspieszonym eksportem towarów do USA w I kw. br. w celu uniknięcia ceł zapowiadanych przez administrację D. Trumpa. Uważamy, że spadek odnotowała także dynamika PKB w Niemczech (-0,3% w II kw. wobec 0,4% w I kw.). Nasze prognozy kształtują się poniżej oczekiwań rynku, stąd ich materializacja mogłaby oddziaływać w kierunku lekkiego umocnienia złotego i wzrostu rentowności polskich obligacji.

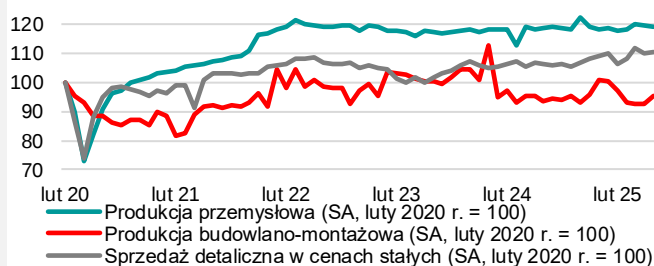
W piątek poznamy wstępny szacunek inflacji HICP w strefie euro. Oczekujemy, że roczne tempo wzrostu cen nie zmieniło się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosło 2,0%. Więcej informacji nt. tendencji inflacyjnych w strefie euro dostarczy zaplanowana na czwartek publikacja wstępnych danych o inflacji w Niemczech. Oczekujemy, że roczna dynamika cen w Niemczech zmniejszyła się w lipcu do 1,9% r/r wobec 2,0% w czerwcu, co wynikało przede wszystkim ze spadku inflacji bazowej. Oczekujemy, że publikacje danych o inflacji w strefie euro i Niemczech nie będą miały istotnego wpływu na rynki finansowe.

W tym tygodniu opublikowane zostaną wyniki badań koniunktury w chińskim przetwórstwie. Rynek oczekuje stabilizacji indeksu NBS PMI (49,7 pkt. w lipcu i w czerwcu), przy jednoczesnym lekkim wzroście indeksu Caixin PMI (50,5 pkt. w lipcu wobec 50,4 pkt. w czerwcu). Na stabilizację

koniunktury złożą się silniejszy popyt eksportowy oraz osłabienie popytu wewnętrznego. Uważamy, że dane z Chin będą neutralne dla rynków finansowych.

W zeszłym tygodniu

Produkcja przemysłowa w Polsce zmniejszyła się w czerwcu o 0,1% r/r wobec wzrostu o 4,0% w maju (rewizja w górę z 3,9%), kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (1,6%) i naszej prognozy (3,0%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa spadła w czerwcu o



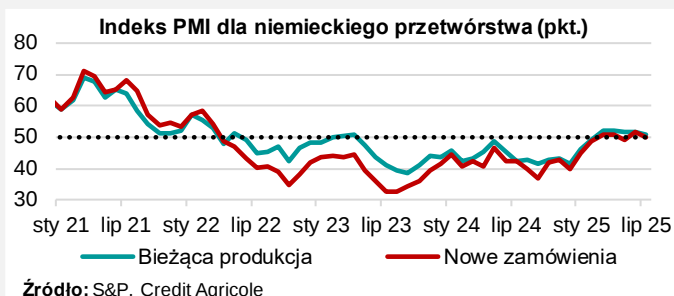
0,5% m/m. Tym samym, ukształtowała się ona na poziomie o 2,3% niższym niż w swoim maksimum z października 2024 r. Dynamika produkcji przemysłowej zmniejszyła się we wszystkich trzech głównych segmentach przemysłu, tj. w branżach eksportowych (1,6% r/r w czerwcu wobec 5,6% w maju), w branżach powiązanych z budownictwem (-0,2% wobec 11,2%) oraz w pozostałych branżach (-1,0% wobec 1,6%). Jednak na szczególną uwagę zasługuje poprawiająca się sytuacja w branżach eksportowych, gdzie produkcja przemysłowa wzrosła w ujęciu rocznym już czwarty miesiąc z rzędu. Czynnikiem wspierającym aktywność w branżach eksportowych są coraz silniejsze oznaki ożywienia w niemieckim przemyśle, w szczególności w branży motoryzacyjnej. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w czerwcu do 2,2% r/r wobec -2,8% w maju, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (-1,2%) oraz naszej prognozy (-0,5%). Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w czerwcu o 3,2% m/m. Tym samym był to pierwszy wzrost odsezonowanej produkcji budowlano-montażowej od grudnia 2024 r. Dynamika produkcji budowlano-montażowej zwiększyła się w kategoriach „specjalistyczne roboty budowlane” (20,8% r/r w czerwcu wobec 2,6% w maju) oraz „wnoszenie budynków” (8,0% wobec -9,0%), natomiast jej silny spadek odnotowano w kategorii „budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej” (-11,0% wobec -1,4%). Taka struktura produkcji budowlano-montażowej wskazuje, że nadal nie ma sygnałów ożywienia inwestycji publicznych (por. MAKROpuls z 21.07.2025). Podtrzymujemy jednak naszą ocenę, że środki unijne, które napływają do Polski w ramach Krajowego Planu Odbudowy oraz Wieloletnich Ram Finansowych 2021-2027, będą dynamizować aktywność w budownictwie w najbliższych kwartałach.

Dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w Polsce nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła -0,8% r/r, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i powyżej naszej prognozy (-0,9%). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie zwiększyło się w czerwcu o 2,3 tys. osób. Spadek zatrudnienia skoncentrowany był w przetwórstwie (zatrudnienie o 10 tys. osób niższe w ujęciu miesięcznym), niemniej został on z niewielką skompensowany zwiększeniem zatrudnienia w innych sektorach, w szczególności w kategorii „działalność profesjonalna, naukowa i techniczna” (por. MAKROpuls z 21.07.2025). W naszej ocenie spadek zatrudnienia w przetwórstwie powinien w kolejnych miesiącach wyhamować ze względu na oczekiwane przez nas ożywienie inwestycji. Nominalna dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększyła się w czerwcu do 9,0% r/r wobec 8,4% w maju, kształtując się powyżej konsensusu rynkowego (8,6%) oraz naszej prognozy (8,8%). Zgodnie z komunikatem GUS do wzrostu wynagrodzeń przyczyniły się większa skala dodatkowych wypłat, m.in. nagród i premii w tym uznaniowych, rocznych, półrocznych i kwartalnych oraz wynagrodzeń za pracę w godzinach nadliczbowych. W ujęciu realnym, tempo wzrostu wynagrodzeń w firmach zwiększyło się do 4,8%

r/r w czerwcu wobec 4,2% w maju. W konsekwencji realna dynamika funduszu płac zwiększyła się w II kw. do 3,8% r/r wobec 2,3% w I kw. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą dynamika konsumpcji zwiększyła się w II kw. do 3,3% r/r wobec 2,5% w I kw.

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce wyniosła w czerwcu 2,1% r/r wobec 4,3% w maju, kształtując się wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego (4,7%) i naszej prognozy (3,5%). Dynamika sprzedaży detalicznej liczonej w cenach stałych zmniejszyła się w czerwcu do 2,2% r/r wobec 4,4% w maju i była niższa od konsensusu rynkowego (4,1%) oraz naszej prognozy (3,5%). Po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych sprzedaż detaliczna w cenach stałych zwiększyła się w czerwcu w porównaniu z majem o 0,7%. Do spowolnienia wzrostu sprzedaży detalicznej w cenach stałych w czerwcu w największym stopniu przyczyniło się obniżenie dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku: „pojazdy samochodowe, motocykle i części” (7,7% r/r wobec 15,7% w maju) oraz „meble, rtv, agd” (10,2% wobec 18,9%). Uważamy, że mimo odnotowanego w czerwcu wyraźnie niższego tempa wzrostu sprzedaży w tych kategoriach perspektywy popytu na dobra trwałego użytku pozostają korzystne. Dane o sprzedaży detalicznej, w połączeniu z danymi o produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz funduszu płac w polskim sektorze przedsiębiorstw nie zmieniają naszej prognozy wzrostu gospodarczego w II kw. (3,4% r/r wobec 3,2% w I kw.) oraz w całym 2025 r. (3,6% wobec 2,9% w 2024 r.).

Zgodnie ze wstępnymi danymi zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i sektora usług) w strefie euro wzrósł w lipcu do 51,0 pkt. wobec 50,6 pkt. w czerwcu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (50,8 pkt.). Tym samym indeks już siódmy miesiąc z rzędu utrzymuje się powyżej granicy



50 pkt., oddzielającej wzrost od spadku aktywności. Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowej dla aktywności biznesowej w usługach, podczas gdy przeciwny wpływ miał spadek składowej dla bieżącej produkcji w przetwórstwie. W ujęciu geograficznym obniżenie zagregowanego indeksu PMI odnotowano w Niemczech, podczas gdy do jego zwiększenia doszło we Francji oraz w pozostałych gospodarkach strefy euro objętych badaniem. Z punktu widzenia polskiego przetwórstwa i handlu zagranicznego kluczowa jest analiza sytuacji w niemieckim przetwórstwie, gdzie indeks PMI zwiększył się w lipcu do 49,2 pkt. wobec 49,0 pkt. w czerwcu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (49,4 pkt.). Tym samym indeks osiągnął najwyższą wartość od lipca 2022 r. Jego wzrost wynikał z wyższych wkładów 3 z 5 jego składowych (dla zatrudnienia, zapasów i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miał niższy wkład składowych dla nowych zamówień i bieżącej produkcji. W danych na szczególną uwagę zasługuje utrzymujący się od czterech miesięcy wzrost zamówień eksportowych, który jest obserwowany mimo napięć w światowym handlu. Jednocześnie od dwóch miesięcy obserwowany jest wzrost zakupów dóbr pośrednich. Uważamy jednak, że względu na podwyższoną niepewność co do trwałości ożywienia popytu w warunkach napięć w światowym handlu zakupy te nie służą odbudowie zapasów lecz są kierowane na potrzeby bieżącej produkcji. W ubiegłym tygodniu opublikowany został także indeks Ifo obrazujący nastroje w niemieckim przetwórstwie, budownictwie, handlu i usługach, który zwiększył się w lipcu do 88,6 pkt. wobec 87,4 pkt. w czerwcu, kształtując się lekko poniżej oczekiwań rynku (89,0 pkt.). Wzrost indeksu wynikał ze zwiększenia jego składowych zarówno dla oceny bieżącej sytuacji jak i oczekiwań. W ujęciu sektorowym poprawę koniunktury odnotowano w przetwórstwie i w budownictwie, podczas gdy w usługach i handlu uległa ona pogorszeniu. Opublikowane w ubiegłym tygodniu indeksy PMI dla strefy euro nie zmieniają naszej prognozy, zgodnie z którą kwartalna dynamika PKB w strefie euro

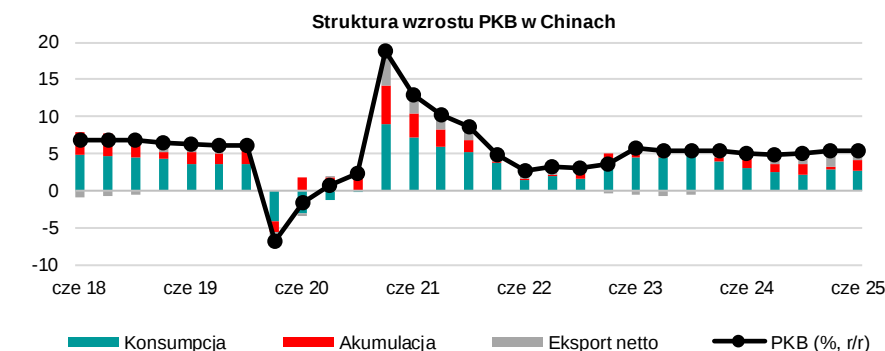
obniżyła się w II kw. do -0,3% wobec 0,6% w I kw., a w całym 2025 r. PKB wzrośnie o 0,9% r/r wobec 0,8% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu odbyło się posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego. EBC utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. W konsekwencji główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,15%, a stopa depozytowa 2,00%. W komunikacie potrzymano deklarację, zgodnie z którą kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane będą na podstawie oceny perspektyw inflacji w kontekście napływających danych gospodarczych i finansowych, tempa zmiany inflacji oraz siły transmisji polityki pieniężnej. Podczas konferencji prasowej, prezes EBC Ch. Lagarde zwróciła uwagę na większą od oczekiwań odporność gospodarki strefy euro. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Ch. Lagarde podkreśliła, że EBC znajduje się obecnie w dobrym położeniu by obserwować dalszy rozwój sytuacji makroekonomicznej. W naszej ocenie celem wypowiedzi Ch. Lagarde było osłabienie oczekiwań na dalsze obniżki stóp procentowych. Wydzwięk komunikatu po posiedzeniu EBC, a także wypowiedzi prezes EBC Ch. Lagarde stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym dokonana w czerwcu br. obniżka stóp procentowych stanowi zakończenie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej, a najbliższą zmianą stóp procentowych będzie ich podwyżka pod koniec 2026 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w czerwcu do -9,3% m/m wobec 16,5% w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (-10,5%). Wynikało to z efektów wysokiej bazy sprzed miesiąca związanych z dużym zamówieniem na samoloty w firmie Boeing (por. MAKROmapa z 30.06.2025). Bez uwzględnienia środków transportu miesięczna dynamika zamówień na dobra trwałe zmniejszyła się w czerwcu do 0,2% wobec 0,6% w maju. Jednocześnie roczna dynamika zamówień na cywilne dobra kapitałowe obniżyła się w czerwcu do 2,8% r/r wobec 4,1% w maju. Niemniej jej 3-miesięczna średnia ruchoma zwiększyła się do 2,5% wobec 2,4%. Uwzględniając utrzymujące się napięcia w światowym handlu uważamy jednak, że kolejne miesiące przyniosą pogorszenie perspektyw inwestycji w USA. Z kolei dane o sprzedaży nowych domów (627 tys. w czerwcu wobec 623 tys. w maju) i sprzedaży domów na rynku wtórnym (3,93 mln wobec 4,04 mln) zasygnalizowały utrzymującą się obniżoną aktywność na amerykańskim rynku nieruchomości. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA zwiększyło się w II kw. do 1,5% wobec -0,2% w I kw., a w całym 2025 r. obniży się do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r.

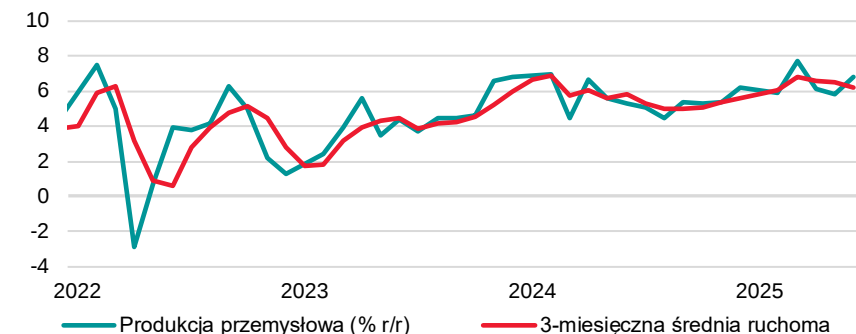
Chińska gospodarka nie daje za wygraną

Napływające w ostatnim czasie dane wskazują, że chińska gospodarka pozostaje dość odporna na zaostrenie polityki handlowej przez USA względem tego kraju. Przedmiotem poniższej analizy jest próba odpowiedzi na pytanie, co jest źródłem tej odporności i jakie ma to implikacje dla Polski.



Źródło: Refinitiv, Credit Agricole

były konsumpcja (52,3% wkładu do wzrostu PKB w II kw. wobec 51,7% w I kw.), akumulacja (24,7% wobec 8,7%) oraz eksport netto (23,0% wobec 39,5%). Z kolei od strony wartości dodanej wzrost przyspieszył w sektorze usług (5,7% w II kw. wobec 5,3% w I kw.) oraz w sektorze pierwotnym obejmującym rolnictwo, leśnictwo, rybołówstwo i górnictwo (3,8% wobec 3,5%), podczas gdy w sektorze wtórnym obejmującym przetwórstwo, budownictwo i energetykę doszło do jego obniżenia (4,8% wobec 5,9%).

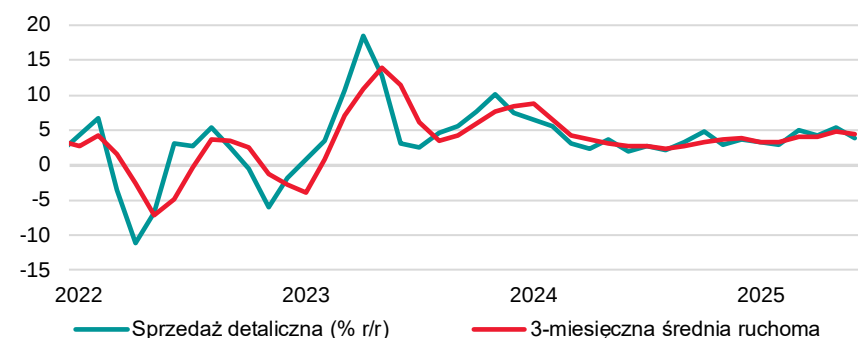


Źródło: LSEG, Credit Agricole

Tempo wzrostu PKB w Chinach w II kw. 2025 r. nieznacznie spowolniło do 5,2% r/r wobec 5,4% w I kw., kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynkowych (5,1%) i zgodnie z naszą prognozą. W ujęciu kwartalnym dynamika PKB obniżyła się do 1,1% w II kw. wobec 1,2% I kw. Od strony wydatków, głównymi motorami wzrostu realnego PKB w II kw.

Dynamika produkcji przemysłowej zwiększyła się w czerwcu do 6,8% r/r wobec 5,8% w maju, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego (5,6%) oraz naszych oczekiwań (5,8%). W całym II kw. tempo wzrostu produkcji przemysłowej nieznacznie spowolniło do 6,2% r/r wobec 6,5% w I kw., pozostając jednak na relatywnie wysokim

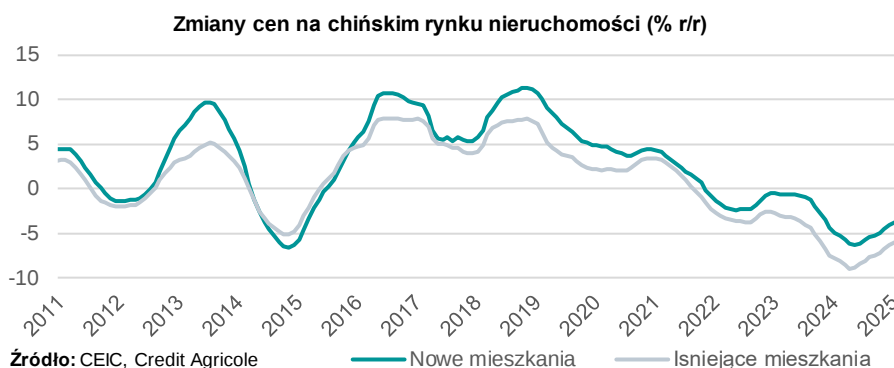
poziomie. Silniejszy od oczekiwań wzrost produkcji przemysłowej był wspierany przez podwyższoną aktywność eksportową związaną z próbą przyspieszenia dostaw przed zbliżającym się końcem obowiązującego obecnie porozumienia pomiędzy USA a Chinami w sprawie wzajemnego obniżenia cef (patrz poniżej), a także rządowy program modernizacji sprzętu rtv, agd w gospodarstwach domowych. W podziale sektorowym zwiększenie dynamiki produkcji odnotowano w przetwórstwie (7,4% r/r wobec 6,2% w maju) oraz górnictwie (6,1% wobec 5,7%), podczas gdy w sektorze użyteczności publicznej doszło do jej obniżenia (1,8% wobec 2,2%). Wśród głównych branż przemysłu na uwagę zasługuje utrzymujące się wysokie tempo wzrostu produkcji w sektorze motoryzacyjnym (11,4% r/r wobec 11,6% w maju) oraz takich kategoriach jak pozostały sprzęt transportowy – statki i samoloty (10,1% wobec 14,6%), sprzęt elektryczny (11,4% wobec 11,0%), sprzęt komputerowy i elektroniczny (11,0% wobec 10,2%) oraz ogniwa fotowoltaiczne (24,1% wobec 27,8%). Zwiększenie dynamiki produkcji odnotowano także w produkcji wybranych dóbr pośrednich, takich jak metale nieżelazne (9,2% r/r wobec 8,1%), chemikalia (7,5% wobec 5,9%) i tworzywa sztuczne (6,7% wobec 5,4%).



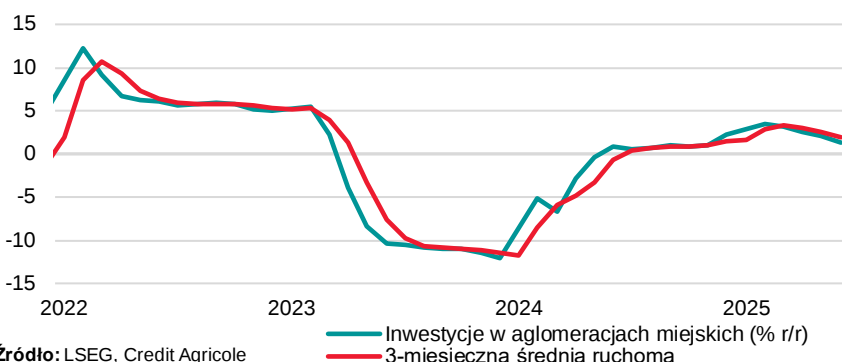
Źródło: LSEG, Credit Agricole

porównaniu z majem można przynajmniej częściowo tłumaczyć wcześniejszą kumulacją wydatków konsumpcyjnych w maju ze względu na wcześniejsze rozpoczęcie dużego festiwalu zakupowego „618” (jedno z największych wydarzeń e-commerce w Chinach). Jednocześnie zgodnie z doniesieniami prasowymi, środki z rządowego programu wsparcia konsumpcji mogły się już wyczerpać w czerwcu (kolejna transza środków zostanie uruchomiona w lipcu), co byłoby dodatkowym czynnikiem tłumaczącym spowolnienie wzrostu sprzedaży detalicznej pomiędzy majem a czerwcem. W podziale na kategorie, dynamika sprzedaży towarów spadła do 5,3% r/r z 6,5% w maju, a w gastronomii do 0,9% wobec 5,9%. W dużych sieciach detalicznych nadal silnie rosła sprzedaż sprzętu AGD (32,4% r/r wobec 53,0%), artykułów związanych z kulturą i biurem (24,4% wobec 30,5%) oraz smartfonów (13,9% wobec 33,0%), choć tempo jej wzrostu wyraźnie spowolniło. Jednocześnie sprzedaż mebli przyspieszyła do 28,7% r/r wobec 25,6%, a sprzedaż w branży motoryzacyjnej wzrosła do 4,6% wobec 1,1%. Silnie obniżyła się dynamika sprzedaży biżuterii (6,1% wobec 21,8%).

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej obniżyła się w czerwcu do 4,8% r/r wobec 6,4% w maju, kształtując się zarówno poniżej oczekiwań rynkowych (5,3%), jak i naszej prognozy (5,0%). W II kw. tempo wzrostu sprzedaży detalicznej przyspieszyło do 5,4% r/r wobec 4,6% w I kw. Zauważalne obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej w czerwcu w



Źródło: CEIC, Credit Agricole

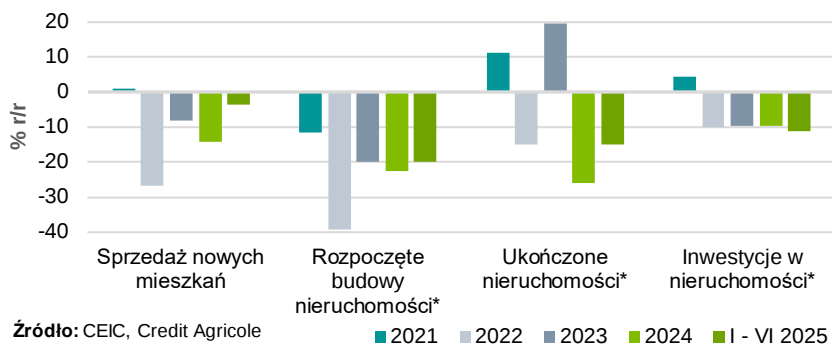


Źródło: LSEG, Credit Agricole

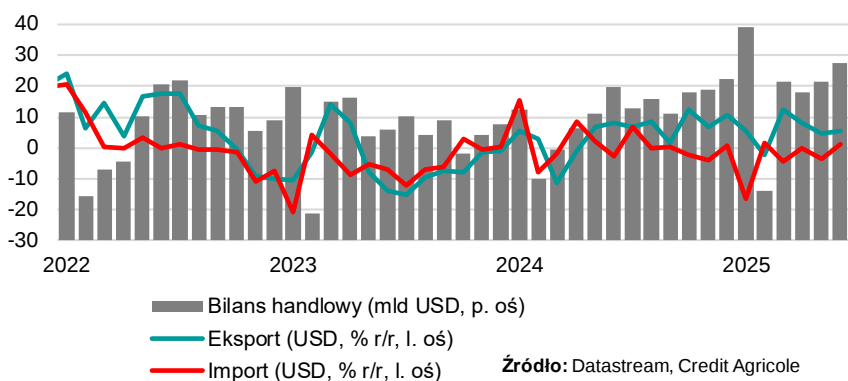
inwestycyjne deweloperów i firm na budowę oraz rozwój nieruchomości mieszkaniowych, komercyjnych i przemysłowych), który pogłębił się w okresie styczeń-czerwiec do -11,2% r/r wobec -10,7% w okresie styczeń-maj. W przetwórstwie przemysłowym wzrost inwestycji spowolnił do 7,5% r/r wobec 8,5%, co może sygnalizować ostrożniejsze nastawienie firm wobec słabego popytu na krajowym rynku i napięć w światowym handlu. Dynamika inwestycji infrastrukturalnych również obniżyła się i zgodnie z naszymi szacunkami w okresie styczeń-czerwiec spadła do 8,9% r/r wobec 10,4% w okresie styczeń-maj). Jednocześnie nakłady inwestycyjne w sektorach zaawansowanych technologii nadal rosły w szybkim tempie. Odnotowano silny wzrost inwestycji w usługach IT (37,4% r/r w okresie styczeń-czerwiec wobec

Dynamika inwestycji w aglomeracjach miejskich obniżyła się do 2,8% r/r wobec 3,7% w maju, kształtując się istotnie poniżej konsensusu rynkowego równego naszej prognozie (3,6%). Spowolnienie inwestycji miało szeroki charakter. Głównym czynnikiem ograniczającym inwestycje był ich spadek na rynku nieruchomości (obejmuje wydatki

41,4% w okresie styczeń-maj), produkcji samolotów (26,3% wobec 24,2%) oraz komputerów (21,5% wobec 21,7%).



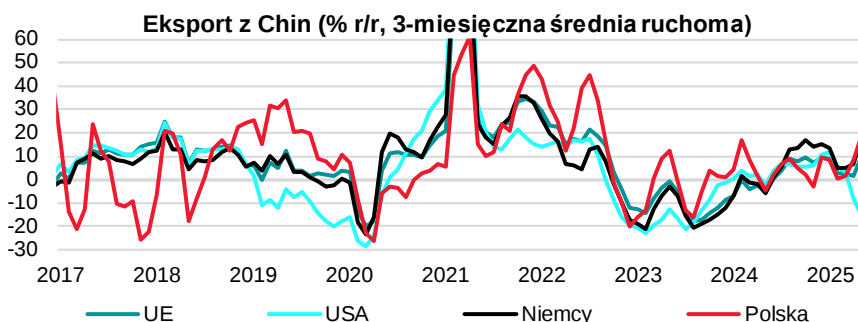
wobec -17,6%), powierzchni w budowie (-9,4% wobec -9,6%) oraz nowych projektów (-19,6% wobec -21,4%). Ceny nowych mieszkań w 70 największych miastach uległy dalszemu obniżeniu, choć w ujęciu rocznym tempo spadku nieco wyhamowało (-3,7% r/r w czerwcu wobec -4,1% w maju).



przyczynił się wzmożony popyt związany z próbą przyspieszenia dostaw przed zbliżającym się końcem obowiązującego obecnie porozumienia pomiędzy USA a Chinami w sprawie wzajemnego obniżenia ceł (obowiązuje do 12 sierpnia). W tym samym czasie import zwiększył się o 1,7% r/r wobec spadku o 3,4% w maju i także ukształtował się powyżej oczekiwań rynku (0,5%). W strukturze produktowej silny wzrost eksportu obserwowano w przypadku układów scalonych (24,2% r/r w czerwcu wobec 33,4% w maju), samochodów (23,1% wobec 13,7%) i statków (23,6% wobec 43,7%). Utrzymała się także wysoka dynamika eksportu surowców i półproduktów: zboża (26,7% wobec 37,4%), nawozów (59,3% wobec -4,4%) oraz ceramiki (30,5% wobec 14,5%). Eksport metali ziem rzadkich (rud, metali i związków chemicznych), stanowiących w 2024 r. 14% wartości i 45% wolumenu całkowitego eksportu surowców i półproduktów, wzrósł w czerwcu o 60,3% r/r w ujęciu ilościowym wobec -5,7% w maju, niemniej jego wartość nadal spadała (-46,9% r/r wobec -48,3%).

W I poł. br. mieliśmy do czynienia z utrzymującym się kryzysem na chińskim rynku nieruchomości. Poza opisanym wyżej obniżeniem inwestycji, pogłębił się również spadek sprzedaży mieszkań. W okresie styczeń-czerwiec zmniejszyła się ona o 5,2% r/r w ujęciu wartościowym wobec spadku o 2,8% w okresie styczeń-maj (w ujęciu ilościowym -3,7% wobec -2,6%). Z kolei nieznacznie osłabł spadek liczby ukończonych inwestycji (-15,5% r/r

W kontekście utrzymujących się napięć w światowym handlu związanych z polityką administracji D. Trumpa na szczególną uwagę zasługują dane dotyczące chińskiego handlu zagranicznego. Wzrost chińskiego eksportu przyspieszył w czerwcu do 5,8% r/r wobec 4,8% w maju, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (5,0%). Do zwiększenia dynamiki eksportu pomiędzy majem a czerwcem



Źródło: General Administration of Customs of PRC, Credit Agricole

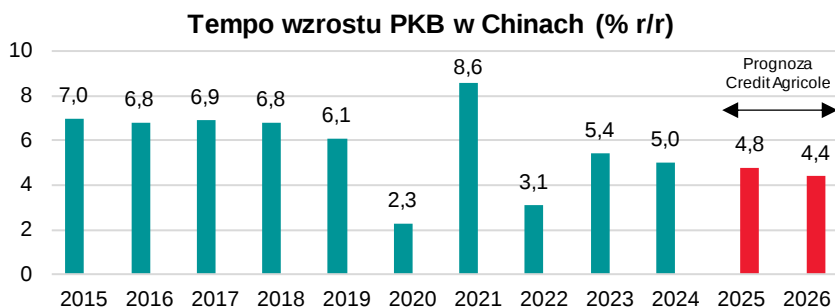
W imporcie obserwowano zróżnicowane tendencje. Import soi spadł w ujęciu wartościowym o 1,8% r/r wobec +22,5% i wzrósł ilościowo o 10,4% wobec 36,2%. Dynamika importu węgla w ujęciu wartościowym obniżyła się do -44,6% r/r wobec -38,7%, a w ujęciu ilościowym do -25,9% wobec -17,7%. Import rudy żelaza, ropy i gazu również osłabł. W przypadku

wybranych kategorii przemysłowych na uwagę zasługuje przyspieszenie wzrostu importu układów scalonych (11,5% wobec 8,9%) oraz samolotów (+48% r/r wobec -30%). Silne przyspieszenie importu samolotów wynikało najprawdopodobniej ze wznowienia dostaw Boeingów z USA po ich wcześniejszym wstrzymaniu związanym z napięciami handlowymi.

Dane z chińskiej gospodarki wskazują, że silny eksport w I poł. br. częściowo kompensował słaby popyt krajowy. Jednak jego perspektywy na II poł. 2025 r. obciążone są dużą niepewnością. Uważamy, że osiągnięcie znaczącego porozumienia handlowego między USA a Chinami może być trudne, biorąc pod uwagę złożoność relacji dwustronnych, które wykraczają daleko poza kwestie handlowe. Niemniej jednak, ostatnia runda negocjacji pomiędzy USA a Chinami przyczyniła się do ograniczenia napięć w relacjach dwustronnych. Można zatem oczekiwać, że najostrzejszy etap wojny handlowej jest już za nami. Uważamy, że czynnikiem stabilizującym eksport w kolejnych miesiącach w warunkach słabszego popytu z USA będzie jego rosnąca geograficzna dywersyfikacja (MAKROMAPA z 19.05.2025). Wsparcie dla takiej oceny stanowią dane wskazujące, że spadkowi chińskiego eksportu do USA towarzyszy jego silny wzrost do UE (3-miesięczna średnia ruchoma dla rocznej dynamiki chińskiego eksportu do UE ukształtowała się w czerwcu na najwyższym poziomie od września 2022 r.), w tym do Niemiec i Polski.

W kontekście perspektyw ożywienia gospodarczego w Chinach na uwagę zasługuje indeks NBS PMI dla przetwórstwa, który wzrósł w czerwcu do 49,7 pkt wobec 49,5 w maju, kształtując się lekko powyżej oczekiwań rynkowych (49,6 pkt.). Od trzech miesięcy pozostaje on jednak poniżej granicy 50 pkt., co wskazuje raczej na lekki spadek aktywności w sektorze wytwórczym, który następuje mimo zawieszenia części barier handlowych z USA i dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w maju.

Indeks PMI dla poza przetwórstwem wzrósł w czerwcu do 50,5 pkt. wobec 50,3 pkt. w maju, co sugeruje lekką poprawę aktywności. W ramach tej kategorii wskaźnik dla budownictwa wzrósł do 52,8 pkt. wobec 51,0 pkt., głównie dzięki przyspieszeniu prac infrastrukturalnych, natomiast wskaźnik dla usług obniżył się do 50,1 pkt. wobec 50,2 pkt., wskazując na lekkie osłabienie tempa wzrostu aktywności po okresie świątecznym. Pod względem wielkości przedsiębiorstw, PMI dla dużych firm wzrósł do 51,2 pkt wobec 50,7 pkt. Z kolei wskaźniki dla firm średnich (48,6 pkt. wobec 47,5 pkt.) i małych (47,3 pkt. wobec 49,3 pkt.) pozostają poniżej granicy 50 pkt.



Źródło: LSEG, Credit Agricole

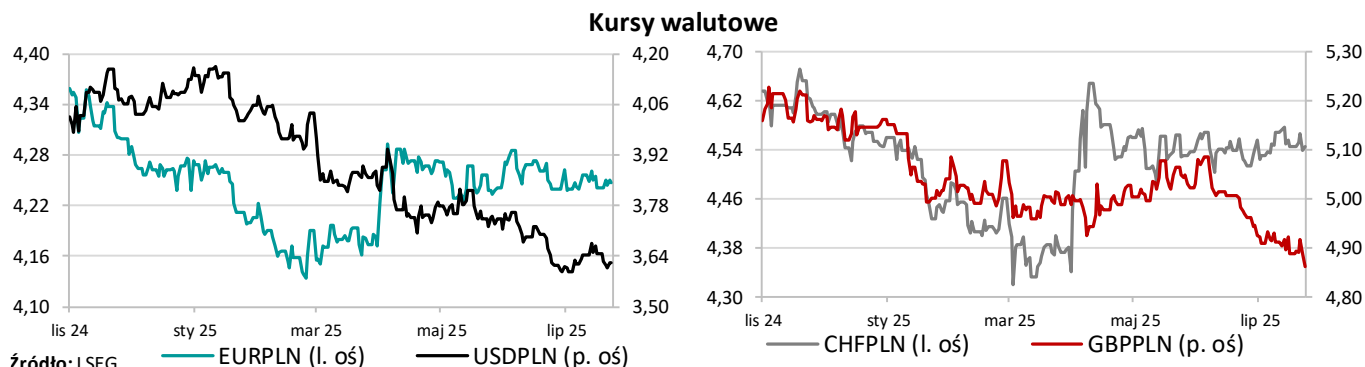
PKB w Chinach w górę do 4,8% w 2025 r. (4,6% przed rewizją) oraz 4,4% w 2026 r. (4,3%) wobec 5,0% w 2024 r.

Uważamy, że w obecnych warunkach chińskie władze nie będą spieszyć się z agresywnym luzowaniem polityki pieniężnej, koncentrując się na obserwacji działań USA i ich wpływie na perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach. Pod koniec lipca br. najprawdopodobniej odbędzie się posiedzenie chińskiego Biura Politycznego. Uważamy, że jego członkowie dostrzegą dotychczasową odporność wzrostu gospodarczego i zadeklarują utrzymanie łagodnego nastawienia w polityce gospodarczej, koncentrując się na stymulowaniu popytu krajowego, zwłaszcza konsumpcji. W krótkim okresie ich uwaga pozostanie skupiona na realizacji ogłoszonych już programów, ukierunkowanych na wspieranie wybranych obszarów (m.in. rynku nieruchomości), natomiast najprawdopodobniej powstrzymają się od wdrażania nowych, szeroko zakrojonych pakietów stymulacyjnych. W przypadku Ludowego Banku Chin (PBoC) priorytetem będą prawdopodobnie strukturalne narzędzia kredytowe (m.in. pule środków o preferencyjnych warunkach finansowania) skierowane do określonych sektorów (głównie na rynek nieruchomości i rynek kapitałowy), bez presji na natychmiastowe cięcia stóp procentowych lub stopy rezerwy obowiązkowej (RRR). Obecnie zakładamy, że PBoC obniży swoje stopy procentowe o dodatkowe 10pb w 2025 r. oraz kolejne 10pb w 2026 r., w porównaniu z naszym wcześniejszym scenariuszem zakładającym łączne cięcia o 30pb w 2025 r. i brak zmian w 2026 r.

Oczekujemy również łącznej obniżki stopy rezerw obowiązkowych o 50pb do końca 2025 r., przy jednoczesnym wykorzystaniu innych narzędzi mających na celu utrzymanie wysokiej płynności – w tym wznowienia skupu chińskich obligacji skarbowych. Ze względu na lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego w Chinach, nieznacznie podnieśliśmy nasze prognozy dla kursu juana. Niemniej nadal w całym horyzoncie prognozy zakładamy jego lekką deprecjację, głównie ze względu na niepewność dotyczącą wojny handlowej. Oczekujemy, że kurs USDCNY wyniesie 7,15 na koniec 2025 r. (7,25 przed rewizją) oraz 7,20 (7,26) na koniec 2026 r. W konsekwencji prognozujemy, że kurs CNYPLN na koniec 2025 r. wyniesie 0,51 oraz 0,54 na koniec 2026 r.

Materiał opracowany na podstawie raportu *“China: growth resilience in H1, nudging up our growth and CNY forecasts”* opracowanego przez X. Shi, J. Zhang i E. Cheung – ekonomistów Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

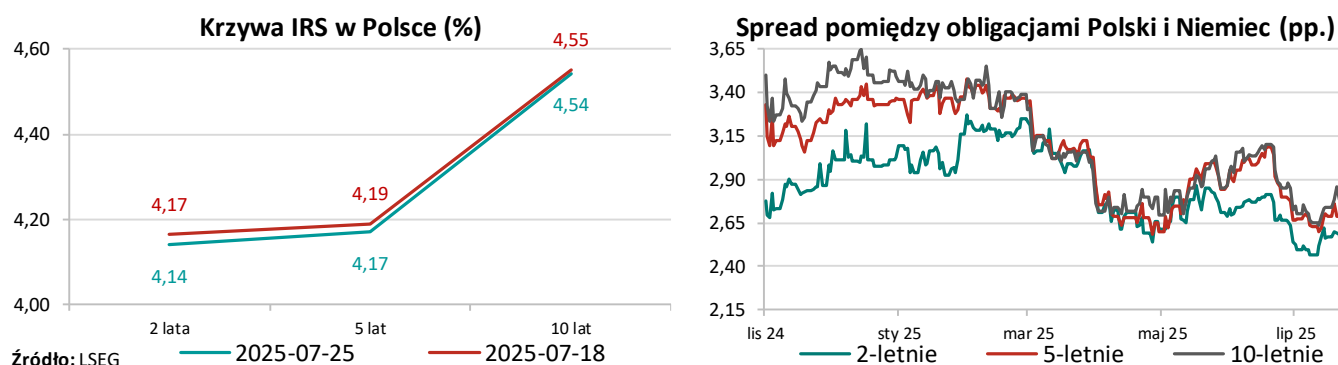
Negocjacje w sprawie ceł kluczowe dla kursu złotego



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN spadł do 4,2468 (osłabienie złotego o 0,1%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN charakteryzował się niską zmiennością i kształtował się wokół poziomu 4,25. Z dalszym wzrostem mieliśmy natomiast do czynienia w przypadku kursu EURUSD. Była to kontynuacja tendencji zapoczątkowanych dwa tygodnie temu, kiedy to pojawiły się pogłoski o tym, że prezydent USA D. Trump będzie próbował odwołać szefa Rezerwy Federalnej J. Powella ze stanowiska (por. MAKROmapa z 21.07.2025).

W tym tygodniu kluczowe dla złotego będą napływające informacje w sprawie negocjacji umowy handlowej pomiędzy USA a UE, które mogą sprzyjać podwyższonej zmienności kursu polskiej waluty. W kierunku wyższej zmienności kursu złotego może oddziaływać również zaplanowane na środę posiedzenie FOMC. Istotna dla złotego będzie także zaplanowana na piątek publikacja wstępnych danych o inflacji w Polsce, która może przyczynić się do jego osłabienia. Przeciwny wpływ mogą mieć natomiast publikacje wstępnych danych o PKB w strefie euro, a także indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.

Posiedzenie FOMC w centrum uwagi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,14 (spadek o 3pb), 5-letnie do 4,17 (spadek o 2pb), a 10-letnie do 4,54 (spadek o 1pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się ograniczoną zmiennością, a liczne publikacje krajowych danych oraz posiedzenie EBC nie miały istotnego wpływu na krzywą.

W tym tygodniu kluczowe dla stawek IRS będzie zaplanowane na środę posiedzenie FOMC, które może oddziaływać w kierunku ich podwyższonej zmienności. Wyższej zmienności stawek IRS mogą sprzyjać również napływające informacje w sprawie negocjacji umowy handlowej pomiędzy USA a UE. Do spadku stawek IRS mogą przyczynić się natomiast publikacje krajowych danych o inflacji oraz danych o PKB w strefie euro. Przeciwny wpływ może mieć z kolei publikacja indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	cze 24	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00
Kurs EURPLN*	4,30	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,25
Kurs USDPLN*	4,02	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,64
Kurs CHFPLN*	4,47	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,57
Inflacja CPI (r/r, %)	2,6	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,6	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	0,0	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	-4,0	-0,1	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-9,0	-1,3	-9,5	-9,0	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,8	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,8	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	4,7	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	11,0	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	
Saldo ROB (mln EUR)	-142	-491	-2276	-1160	654	-492	-1450	-66	93	-1209	-596	-1740		
Eksport (r/r, %, EUR)	-6,6	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	1,9	0,4	3,1	-1,9	4,2		
Import (r/r, %, EUR)	1,9	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	9,8	3,4	10,0	5,5	5,2		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	3,4	3,7	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	3,3	3,1	3,0	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,0	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,3	7,0	8,8	7,3	8,5	8,1	7,3	6,5	-2,2	7,4	7,4
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,1	2,9	3,4	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,0	5,5
Import (ceny stałe, %, r/r)	3,5	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	4,1	4,6
Wkłady do wzrostu PKB											
	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	1,9	1,8	1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,2
Eksport netto (pp.)		-1,1	-0,7	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	4,9	4,9	5,2	4,9	4,8	4,8	5,1	4,9	4,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,3	7,1	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,0	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	2,6	2,5	2,2	2,7	3,0	3,0	3,6	3,5	2,7
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,98	4,85	4,48	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**	4,19	4,24	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,60	3,69	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Wtorek 29.07.2025 r.						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	-0,3		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	93,0	96,0	95,0
Środa 30.07.2025 r.						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,4	-0,3	-0,1
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	II kw.	0,6	-0,3	0,0
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	-0,78		
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Lipiec	-33		80
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	-0,5	2,2	2,4
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	4,50	4,50	4,50
Czwartek 31.07.2025 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,7		49,7
10:00	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	4,1	2,6	2,8
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	6,3		6,3
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	2,0	1,9	1,9
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Czerwiec	2,3	2,5	2,5
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Czerwiec	2,7	2,7	2,7
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Czerwiec	-0,3		
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Lipiec	40,4		42,0
Piątek 01.08.2025 r.						
3:45	Chiny	Indeks Caixin PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	50,4		50,5
9:00	Polska	Indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	44,8	47,4	45,6
9:55	Niemcy	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,2	49,2	49,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,8	49,8	49,8
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	2,0	2,0	1,9
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Lipiec	4,1	4,2	4,2
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Lipiec	147	105	110
15:45	USA	Finalny indeks PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,5		
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	61,8	61,8	62,2
16:00	USA	Indeks ISM dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	49,0	49,6	50,0

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet