



Polska

Komentarz makro-
ekonomiczny

Data

7 lipca 2025 r.

Arkadiusz Krześniak
Główny Ekonomista
(+48) 22 579 9105

Polska: Komentarz tygodniowy

W UBIEGŁYM TYGODNIU:

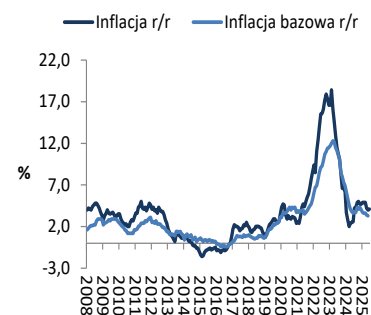
Według wstępnego szacunku GUS, **inflacja** w czerwcu br. wyniosła 0,1% m/m oraz 4,1% r/r, wzrastając z 4,0% r/r w maju br., zgodnie z naszą prognozą. Ceny żywności wzrosły o 0,1% m/m i były wyższe o 4,9% r/r, ceny energii spadły o 0,3% m/m i były wyższe o 12,8% r/r a ceny paliw spadły o 1,3% m/m i były niższe o 10,0% r/r.

Indeks PMI w przemyśle w czerwcu gwałtownie spadł do 44,8 pkt. z 47,1 pkt. w maju, sygnalizując najgłębsze pogorszenie koniunktury przemysłowej od października 2023 r. Na spadek indeksu wpłynęły trzy z pięciu głównych sub-indeksów: nowe zamówienia, produkcja i zapasy pozycji zakupionych. Natomiast lekko pozytywnie na PMI wpływał czas dostaw a tempo redukcji zatrudnienia wyhamowało. Spadek nowych zamówień przyspieszył w czerwcu, co wynikało ze stagnacji na rynku, przy czym nowe zamówienia eksportowe spadły najsilniej od września 2023 r. z powodu słabego popytu w Europie. Produkcja spadała drugi miesiąc z rzędu a producenci silnie zredukowali stan zapasów. Prognozy produkcji w horyzoncie 12 miesięcy osłabły. W czerwcu koszty produkcji spadły a ceny wyrobów gotowych nieznacznie wzrosły.

Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 punktów bazowych i powtórzyła komunikat, że kolejne decyzje będą podejmowane na podstawie napływających danych. RPP podkreśliła, że w USA i strefie euro inflacja kształtuje się na poziomach zgodnych z celami banków centralnych i dodała, że perspektywy globalnej inflacji obarczone są niepewnością, będącą m. in. skutkiem zmian polityki handlowej. W odniesieniu do inflacji w Polsce, RPP stwierdziła, że dynamika wynagrodzeń spowolniła i podkreśliła, że według dostępnych prognoz inflacja CPI w najbliższych miesiącach obniży się poniżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego NBP (2,5% +/- 1%) – w ocenie Rady był to przeważający argument za obniżeniem stóp. Według lipcowej projekcji inflacji i PKB, uwzględniającej dane dostępne do 9 czerwca 2025 r. – roczna dynamika cen znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 3,5 – 4,4% w 2025 r. (wobec 4,1 – 5,7% w projekcji z marca br.), 1,7 – 4,5% w 2026 r. (wobec 2,0 – 4,8%) oraz 0,9 – 3,8% w 2027 r. (wobec 1,1 – 3,9%). Z kolei roczne tempo wzrostu PKB według projekcji znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9 – 4,3% w 2025 r. (wobec 2,9 – 4,6% w projekcji z marca br.), 2,1 – 4,1% w 2026 r. (wobec 1,9 – 4,0%) oraz 1,3 – 3,7% w 2027 r. (wobec 1,1 – 3,5%). Naszym zdaniem, kolejnej obniżki stóp o 25 pb. można spodziewać się we wrześniu.

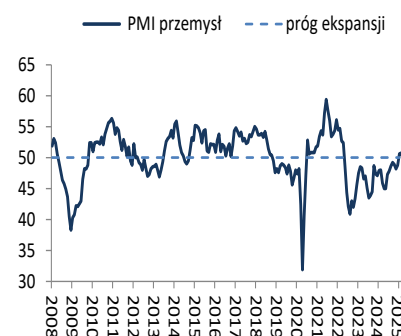
Na konferencji prasowej prezes NBP prof. Adam Glapiński stwierdził, że ostatnia decyzja o obniżce stóp procentowych nie jest początkiem nowego cyklu, i dodał, że z dyskusji na posiedzeniu Rady wynikało, że gdyby w sierpniu było posiedzenie decyzyjne RPP, to najprawdopodobniej wtedy a nie na ostatnim posiedzeniu Rada podjęłaby decyzję o obniżeniu stóp. Z wypowiedzi prezesa wynikało, że decyzja o obniżce stóp była ostrożnym dostosowaniem poziomu stóp procentowych do niższej inflacji spodziewanej od lipca. W ocenie RPP nadal występują ryzyka dla inflacji wynikające z luźnej polityki fiskalnej, cen energii oraz zmian polityki handlowej. Prezes NBP stwierdził, że kolejna obniżka stóp jest możliwa we wrześniu, jeśli dane będą korzystne, i dodał, że stopy procentowe mogą spaść istotnie niżej, jeśli inflacja utrzyma się w celu inflacyjnym 2,5% +/- 1%.

Wykres 1. Inflacja i inflacja bazowa



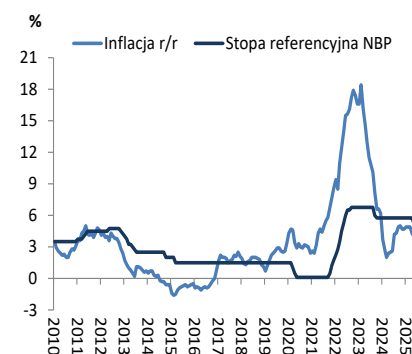
Źródło: GUS, NBP

Wykres 2. PMI przemysł



Źródło: S&P Global

Wykres 3. Stopa referencyjna NBP i inflacja.



Źródło: NBP



GŁÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
7-lip	14:00	Oficjalne aktywa rezerwowe		247,6 mld USD	

Źródło: prognozy Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Prognozy kursów walutowych oraz stóp procentowych

	EUR/PLN	USD/PLN	CHF/PLN	GBP/PLN	EUR/USD	Stopa referencyjna	WIBOR 3M*	WIBOR 6M*	EURIBOR 3M	Fed Funds (mid)	Inflacja (Polska)	Rentowność 10L obligacji skarbowych
(koniec okresu)												
lip-25	4,248	3,610	4,516	4,948	1,177	5,00	5,04	4,89	1,90	4,375	2,8	5,40
sie-25	4,257	3,603	4,497	4,945	1,181	5,00	4,91	4,70	1,82	4,375	2,7	5,40
wrz-25	4,265	3,596	4,478	4,942	1,186	4,75	4,75	4,58	1,71	4,375	2,9	5,35
paź-25	4,273	3,589	4,459	4,939	1,191	4,75	4,68	4,53	1,63	4,375	3,1	5,25
lis-25	4,282	3,582	4,441	4,936	1,195	4,50	4,60	4,49	1,54	4,375	2,8	5,15
gru-25	4,290	3,575	4,423	4,934	1,200	4,50	4,61	4,44	1,46	4,125	3,2	5,10
sty-26	4,285	3,562	4,399	4,933	1,203	4,50	4,54	4,33	1,45	3,875	3,2	5,05
lut-26	4,280	3,540	4,376	4,917	1,209	4,50	4,47	4,23	1,45	3,875	3,0	5,00
mar-26	4,275	3,533	4,362	4,911	1,210	4,25	4,30	4,12	1,45	3,625	3,1	4,95
kwi-26	4,270	3,514	4,357	4,885	1,215	4,25	4,22	4,08	1,40	3,625	2,8	4,90
maj-26	4,278	3,507	4,365	4,874	1,220	4,25	4,13	4,03	1,40	3,625	3,1	4,90

* - według mapy drogowej opublikowanej przez UKNF odejście od WIBOR ma nastąpić w 2027 r.

Uwaga: W związku z wejściem w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywy 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014, sposób ustalania stawek WIBOR oraz ich wysokość może ulec zmianie.

Uwaga 2: W związku ze zwiększoną zmiennością na rynkach finansowych, prognozy obciążone są większą niż zazwyczaj niepewnością.

Źródło: Deutsche Bank Polska S.A.



Załącznik 1

Wyłączenie odpowiedzialności

Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie

Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że dane zawarte w niniejszej publikacji mają charakter wyłącznie informacyjny, a przedstawiona w niej treść nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, zaproszenia do składania ofert ani rekomendacji do zawarcia transakcji. Niniejsza publikacja nie może być traktowana jako doradztwo ani też nie pełni jakichkolwiek funkcji doradztwa. Wszelkie informacje wykorzystane w niniejszej publikacji zostały pozyskane ze źródeł ogólnie dostępnych, uznanych powszechnie za rzetelne. Deutsche Bank Polska S.A. dołożył należytej staranności w celu zweryfikowania i zaktualizowania informacji zamieszczonych powyżej, jednak w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za ich dokładność ani kompletność jak również za jakąkolwiek szkodę jaką Klient lub osoby trzecie mogą ponieść w wyniku decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszej publikacji.

Transakcje lub produkty tu wymienione mogą nie być adekwatne dla wszystkich inwestorów. Przed podjęciem decyzji zawarcia transakcji lub nabycia produktu Klient powinien, nie opierając się wyłącznie na informacjach przekazanych w niniejszej publikacji, w sposób niezależny ocenić ryzyko ekonomiczne transakcji i czy jest w stanie je podjąć, jej charakter podatkowy, księgowy oraz prawne konsekwencje transakcji jak również potencjalne korzyści oraz straty z nią związane jak również ocenić charakterystykę rynku. Założenia, symulacje i opinie zawarte w niniejszej publikacji stanowią własny osąd Deutsche Bank Polska S.A./osób go sporządzających aktualny w dacie publikacji tego dokumentu, który może ulec zmianie bez konieczności publikowania tego faktu. Wszelkie prognozy są oparte na założeniach dotyczących warunków rynkowych i nie ma gwarancji, że którykolwiek z prognozowanych wyników może być osiągnięty. Historyczne wyniki nie gwarantują wyników w przyszłości. Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że informacje zawarte powyżej w żadnym przypadku nie powinny być traktowane przez klienta jako rekomendacja ani doradztwo Deutsche Bank Polska S.A.

Niniejsza publikacja nie może być powielana ani dystrybuowana w jakikolwiek sposób, a w szczególności za pośrednictwem środków masowego przekazu, bez uprzedniej pisemnej zgody Deutsche Bank Polska S.A., al. Armii Ludowej 26, 00-609 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy KRS pod numerem 0000022493, NIP 676-01-07-416, REGON 350526107, kapitał zakładowy 2.368.849.384 zł (opłacony w całości).

Analyst Certification

Poglądy i opinie wyrażone w tym raporcie stanowią odzwierciedlenie własnego osądu niżej podpisanego analityka, który nie otrzymał, ani nie otrzyma jakiegokolwiek wynagrodzenia za umieszczenie konkretnej rekomendacji lub poglądu w tym raporcie.

Arkadiusz Krześniak