

Celne strachy na lachy?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Akcje na amerykańskich giełdach przestały tracić na wartości po decyzji D.Trumpa o opóźnieniu podwyższenia ceł wobec kilku ważnych partnerów handlowych. Sygnał ten potwierdził, że Prezydent pozostaje otwarty na dalsze negocjacje. Dolar umocnił się. Decyzja o wstrzymaniu ceł pozytywnie wpłynęła także na europejskie akcje, w tym na indeks WIG, który wzrósł. Ceny miedzi gwałtownie wzrosły po zapowiedzi D.Trumpa o nałożeniu 50% cła na import tego metalu do USA. Złoty lekko się umocnił wobec EUR – do poziomu 4,25 – natomiast względem USD lekko się osłabił. Rentowności długoterminowych obligacji wzrosły, zarówno w Europie, jak i w USA oraz w Polsce.
- Dziś uwaga całego świata skupi się na Waszyngtonie, gdzie **administracja D.Trumpa planuje wysłać kolejne listy z „groźbami” celnymi** – głównie może to być: UE, Indie, Turcja oraz kilkanaście średnich gospodarek Afryki i Ameryki Łacińskiej. Dla państw o symbolicznych obrotach administracja skłania się do jednego zbiorczego obwieszczenia w *Federal Register*. **Dla nas kluczowe są groźby podwyższenia ceł na towary z UE** – stawki mogą sięgnąć nawet 50%. Choć pierwotnie miały wejść w życie dziś, termin został przesunięty na 1 sierpnia, by dać więcej czasu na negocjacje. Dlatego najprawdopodobniej dziś UE nie otrzyma jeszcze pisma – strony prowadzą rozmowy i zamiast „tariff letter”, do Komisji trafi raczej **notatka o postępie w negocjacjach**. W naszym ostatnim [Kwartalniku](#) pokazaliśmy, że na wojnie celnej **najbardziej stracą państwa Europy Zachodniej**. Polska i inne kraje ESW odczują jej skutki pośrednio. Kluczowe będą komunikaty Białego Domu i KE – te, które pojawią się dziś oraz do końca lipca. To one zdecydują, czy przed nami pełnoskalowa wojna celna, czy jedynie kolejna odsłona negocjacyjnego *poker-face’u* D.Trumpa lub żartobliwego określenia TACO (*Trump Always Chickens Out*).
- Wieczorem opublikowane zostaną **minutes z czerwcowego posiedzenia Fed**. W protokole będziemy się doszukiwać informacji, kiedy i pod jakimi warunkami wg członków FOMC mogą nastąpić obniżki stóp w USA.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

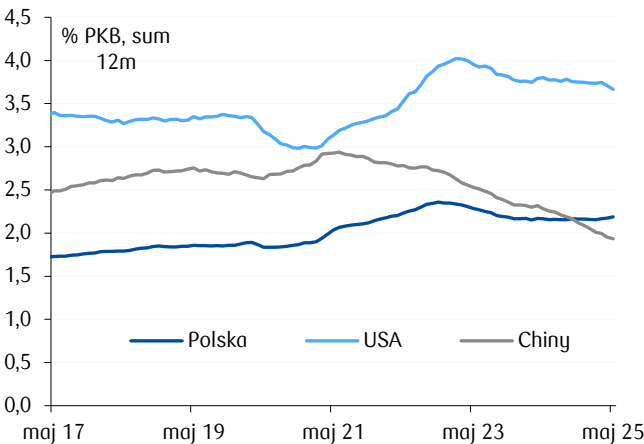
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-08	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2453	-0,1
USDPLN	3,6306	0,2
CHFPLN	4,5499	0,1
GBPPLN	4,9211	-0,3
EURUSD	1,1693	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,37	2
PL5Y	4,93	5
PL10Y	5,40	4
DE10Y	2,64	4
US10Y	4,41	2
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 001,9	0,5
DAX	24 206,9	0,6
S&P500	6 225,5	-0,1
Nikkei**	39 817,1	0,3
Shanghai Comp.**	3 511,6	0,4
Surowce:		
Złoto	3292,62	-0,8
Ropa Brent	70,15	0,8

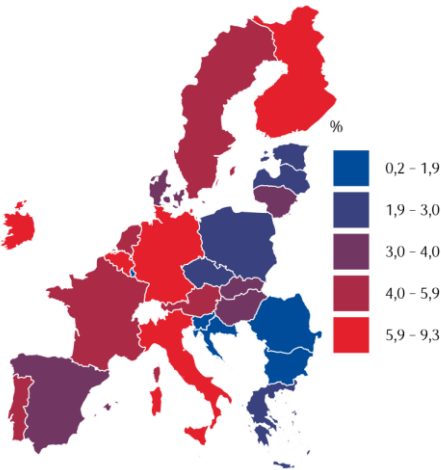
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Eksport towarów z Niemiec do wybranych państw



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.

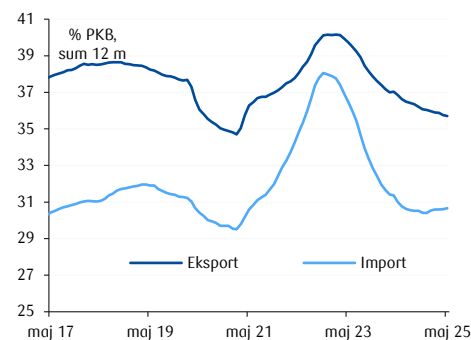
Udział eksportu do USA w całkowitym eksporcie państw UE (2024)



PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

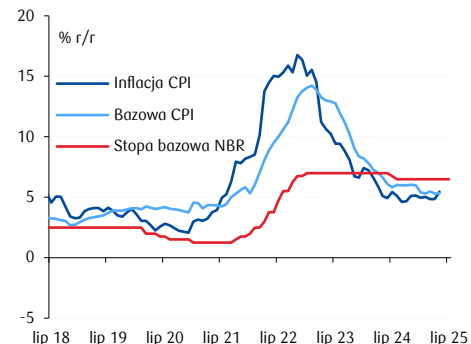
- GER:** Wymiana handlowa w maju rozczarowała. Eksport spadł o 1,4% m/m (sa), kontynuując zniżkę z kwietnia. Import obniżył się jeszcze mocniej – o 3,8% m/m wobec 2,2% m/m miesiąc wcześniej. W ujęciu r/r eksport wzrósł o 0,4%, a import o 4,2%. W efekcie bilans handlowy liczony jako % PKB w ujęciu płynnego roku spadł do 5,0%, z 5,1% miesiąc wcześniej i 5,9% w lokalnym maksimum z 2h24. Pogorszenie eksportu widoczne jest od 2q23, ale od początku tego roku wyraźnie odbiega on od długoterminowej średniej (w relacji do PKB). Główną przyczyną wydają się być amerykańskie cła – eksport do USA spadł o 7,7% m/m i aż 13,8% r/r, osiągając najniższy poziom od marca 2022. Jednak to nie tylko słabszy eksport ciąży na bilansie. Główna zmiana to zatrzymanie spadku importu jako % PKB – efekt odbicia popytu wewnętrznego w Niemczech. Potwierdza to m.in. wzrost importu z Polski do Niemiec o 9,2% r/r., co może być także sygnałem trendów nearshoringowych. Hipotezę tę wspiera fakt, że od kilku miesięcy Niemcy więcej eksportują do Polski, niż do Chin. Żeby jednak potwierdzić tę tezę musimy poczekać na więcej danych.
- ROM:** NBR utrzymał stopę bazową na poziomie 6,50%. Decyzja wynika przede wszystkim z wzrostu inflacji w maju do 5,45% r/r oraz zatrzymania spadku inflacji bazowej CORE2 (wzrost do 5,4% r/r). Za wyższą inflacją stały ceny żywności, osłabienie waluty oraz presja płacowa (koszty pracy wzrosły o ponad 20%). W nadchodzących miesiącach inflacja jeszcze wzrośnie z powodu zniesienia limitów cen energii elektrycznej oraz podwyżki VAT i akcyzy od 1 sierpnia, jednak długoterminowe efekty pakietu fiskalnego powinny działać dezinflacyjnie poprzez ograniczenie popytu i poprawę salda bieżącego. NBR dostrzega istotne ryzyka zewnętrzne dla gospodarki, związane z polityką handlową USA, wojną w Ukrainie i na Bliskim Wschodzie oraz niepewnym otoczeniem gospodarczym w Europie. Dalsze decyzje mają zależeć od tempa obniżania deficytu budżetowego, absorpcji funduszy UE oraz kroków podejmowanych przez Fed i EBC.
- HUN:** Inflacja CPI w czerwcu wzrosła do 4,6% r/r z 4,4% r/r w maju, zgodnie z prognozami. Wzrost był napędzany głównie przez ceny żywności (6,2% r/r), zwłaszcza produktów nieprzetworzonych, na które nie obowiązują limity marż. Inflacja bazowa spadła do 4,4% r/r z 4,8% r/r poprzednio, co potwierdza postępujący trend dezinflacyjny. W usługach odnotowano spadki cen transportu i usług finansowych, natomiast wyraźnie wzrosły ceny ubezpieczeń mieszkań – aż o 4,3% m/m. Dane wspierają obecne stanowisko MNB w sprawie wstrzymania obniżek stóp procentowych i jednocześnie pokazują ograniczoną skuteczność rządowych działań na rzecz redukcji presji cenowej.
- CHN:** Ceny konsumenckie (CPI) w czerwcu nieoczekiwanie wzrosły o 0,1% r/r, przerywając czteromiesięczny spadek. Wzrost wynikał głównie z subsydiów na zakup środków trwałych oraz drożących biżuterii, AGD i paliw. Z kolei ceny producentów (PPI) spadły w czerwcu o 3,6% r/r – najmocniej od lipca 2023 – pogłębiając trwającą już 33. miesiąc deflację. Spadki były silniejsze niż się spodziewano i szczególnie dotknęły branże eksportowe, w tym elektronikę i górnictwo węgla. Główne powody spadku to ostra konkurencja cenowa i niepewność na rynkach światowego handlu. Utrzymująca się deflacja oraz niska inflacja konsumencka zwiększają presję na wprowadzenie silniejszej stymulacji fiskalnej i monetarnej.
- UE:** Rada UE uruchomiła klauzulę wyjścia ws. obronności dla 15 krajów, w tym Polski, co umożliwia wyłączenie wydatków obronnych z limitów deficytu i długu publicznego określonych w unijnych regułach fiskalnych. Klauzula pozwoli uniknąć procedury nadmiernego deficytu, jeśli przekroczenie limitów będzie wynikać z nakładów na obronność. W przypadku krajów już objętych procedurą – jak Polska – wyjątek ten będzie uwzględniany przy ocenie postępów w redukcji deficytu. Mechanizm to

Handel towarowy Niemiec



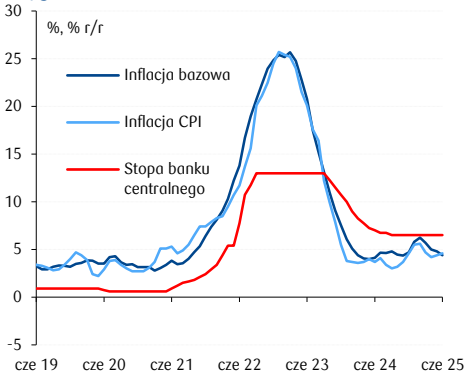
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja na tle stopy procentowej w Rumunii



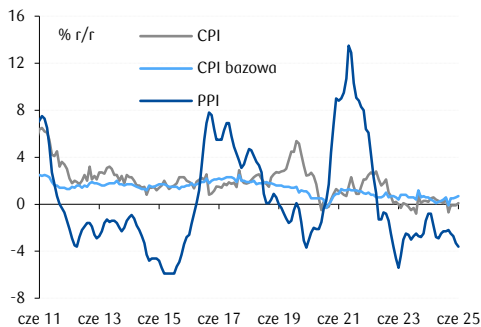
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja na tle stopy procentowej w Węgrzech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Procesy inflacyjne w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

element szerszego planu dozbrajania UE na lata 2025–2029, umożliwiającego dodatkowe wydatki na poziomie 1,5% PKB względem 2021.

- **EZ:** Państwa UE zagłosowały za przystąpieniem Bułgarii do strefy euro 1 stycznia 2026, co finalizuje proces prawny akcesji tego kraju do obszaru wspólnej waluty.
- **CZE:** Stopa bezrobocia rejestrowanego w czerwcu utrzymała się na poziomie 4,2%, zgodnie z przewidywaniami. W ujęciu rocznym oznacza to wzrost o 0,6 pp, ale od grudnia wskaźnik pozostaje stabilny. Stosunek wolnych miejsc pracy do liczby bezrobotnych zarejestrowanych w ostatnich 6 miesiącach wzrósł z 0,49 w styczniu do 0,68 w czerwcu. To sygnał, że mimo wyższej stopy bezrobocia rynek pracy pozostaje napięty. Prognozy wskazują, że stopa bezrobocia nie powinna dalej istotnie rosnąć, głównie dzięki utrzymującemu się popytowi na pracowników.
- **POL:** P.Hennig-Kłoska (MKiŚ) oceniła, że to jeszcze nie czas na likwidację taryf dla gospodarstw domowych. Wskazała, że przed takim krokiem konieczne jest m.in. wypłaszczenie dobowego profilu cen energii – co będzie możliwe dzięki większemu wykorzystaniu energii słonecznej i rozbudowie magazynów energii. Odniosła się w ten sposób do rekomendacji PSE zatwierdzonych przez rządowy komitet ekonomiczny, które zakładają m.in. stopniowe wycofywanie taryf, wdrożenie dynamicznych rozliczeń oraz wzmocnienie nadzoru nad OSD poprzez „złotą akcję” pełnomocnika rządu ds. infrastruktury energetycznej.
- **POL:** Na koniec czerwca stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu 2025 wynosi ok. 77%.
- **USA/JPN:** USA i Japonia uzgodniły kontynuację rozmów ws. ceł. Japonia podtrzymuje dążenie do osiągnięcia wzajemnie korzystnego porozumienia z USA. Wznowienie dialogu wskazuje na wolę uniknięcia eskalacji napięć handlowych, choć brak konkretów sugeruje, że do przełomu wciąż daleko.

Stopa bezrobocia w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 7 lipca						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% m/m	-1,6	-0,2	--	1,2
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-2,1	-0,3	--	1,0
ROM: Sprzedaż detaliczna (maj)	8:00	% r/r	2,8	--	--	2,7
HUN: Sprzedaż detaliczna (maj)	8:30	% r/r	4,9	3,7	--	2,1
CZE: Produkcja przemysłowa (maj)	9:00	% r/r	2,0	3,3	--	2,2
EUR: Indeks Sentix (lip.)	10:30	pkt.	0,2	1,0	--	4,5
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	% r/r	2,7	1,4	--	1,8
Wtorek, 8 lipca						
GER: Eksport (maj)	8:00	% m/m	-1,6	-0,5	--	-1,4
GER: Import (maj)	8:00	% m/m	2,1	-1,3	--	-3,8
HUN: Inflacja CPI (cze.)	8:30	% r/r	4,4	4,6	4,5	4,6
CZE: Stopa bezrobocia (cze.)	9:00	%	4,2	4,2	--	4,2
ROM: Posiedzenie banku centralnego (lip.)	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Środa, 9 lipca						
CHN: Inflacja PPI (cze.)	3:30	% r/r	-3,3	-3,1	--	-3,6
CHN: Inflacja CPI (cze.)	3:30	% r/r	-0,1	-0,1	--	0,1
USA: Minutes Fed (cze.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 10 lipca						
ROM: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	--
ROM: Saldo handlowe (maj)	8:00	RON	--	--	--	--
CZE: Inflacja CPI (cze., rew.)	9:00	% r/r	2,4	2,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	--	--	--	--	--
Piątek, 11 lipca						
ROM: Wynagrodzenie (maj)	8:00	% r/r	8,2	--	--	--
ROM: Inflacja CPI (cze.)	8:00	% r/r	5,45	5,50	5,4	--
GER: Inflacja CPI (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,1	2,0	--	--
GER: Inflacja HICP (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,1	2,0	--	--

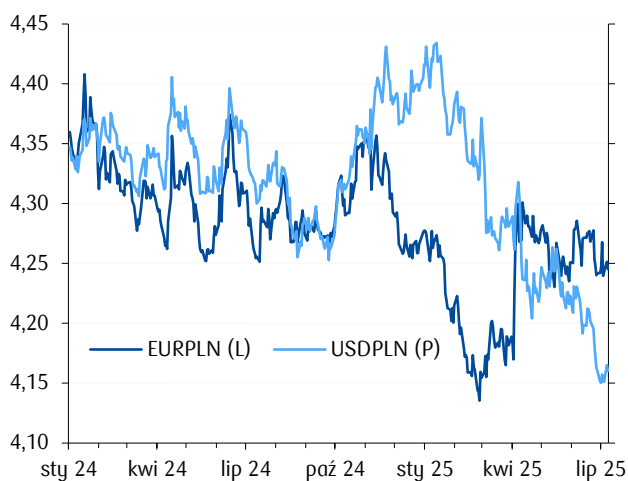
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

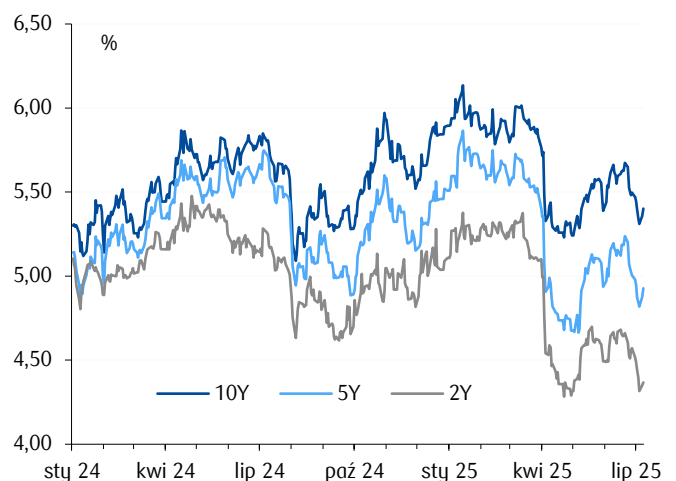
		Wartość 2025-07-08	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2453	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	-11,3
	USDPLN	3,6306	0,2	0,7	-2,6	-7,8	-22,7
	CHFPLN	4,5499	0,1	0,0	0,3	3,7	-6,0
	GBPPLN	4,9211	-0,3	-0,6	-2,1	-2,2	-12,1
	EURUSD	1,1693	-0,4	-0,7	2,3	8,1	14,7
	EURCHF	0,9331	-0,3	0,0	-0,6	-3,9	-5,7
	GBPUSD	1,3545	-0,7	-1,3	0,2	5,8	13,7
	USDJPY	146,91	0,8	2,4	1,4	-9,0	8,3
	EURCZK	24,67	0,2	0,0	-0,5	-2,4	-0,4
Obligacje	EURHUF	399,80	0,0	0,1	-0,3	1,3	-3,8
	PL2Y	4,37	2	-12	-26	-88	-357
	PL5Y	4,93	5	-2	-24	-79	-225
	PL10Y	5,40	4	-4	-21	-41	-131
	DE2Y	1,87	3	2	1	-106	149
	DE5Y	2,20	3	5	6	-37	138
	DE10Y	2,64	4	8	11	8	149
	US2Y	3,90	1	12	-11	-72	94
	US5Y	3,98	2	14	-10	-26	103
Akcje	US10Y	4,41	2	16	-6	11	150
	WIG	106 001,9	0,5	1,7	3,8	20,2	103,3
	WIG20	2 889,5	1,0	2,2	3,4	13,6	74,6
	S&P500	6 225,5	-0,1	0,4	3,1	11,6	61,9
	NASDAQ100	22 702,3	0,1	1,0	3,5	11,0	91,5
	Shanghai Composite**	3 511,9	0,4	1,6	3,8	18,7	4,7
	Nikkei**	39 796,5	0,3	-0,5	4,1	-4,3	52,4
	DAX	24 206,9	0,6	2,3	0,9	32,7	92,2
Surowce	VIX	19,82	-2,1	-1,8	-0,8	39,4	-29,6
	Ropa Brent	70,2	0,8	4,5	4,9	-17,1	-30,3
	Ropa WTI	69,6	0,6	4,4	5,9	-16,0	-30,7
	Złoto	3292,6	-0,8	-1,5	-1,0	39,9	89,3

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

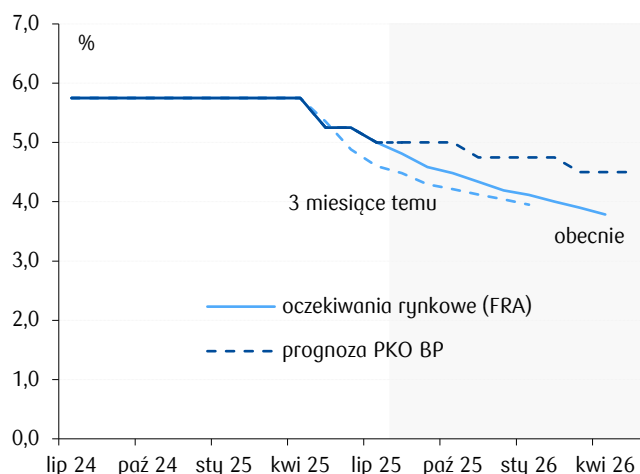
Notowania złotego wobec głównych walut



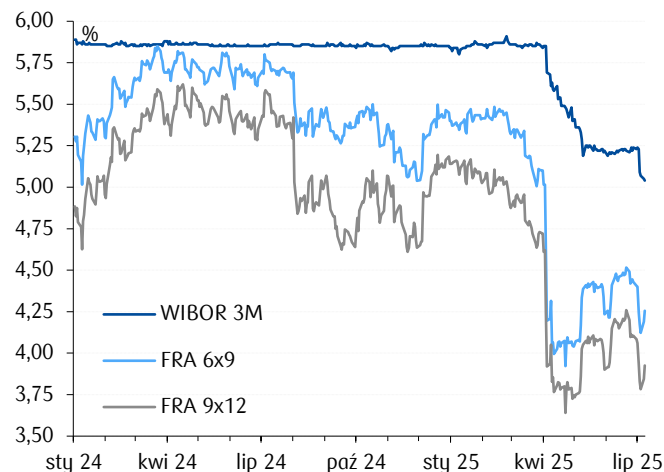
Rentowności polskich obligacji skarbowych



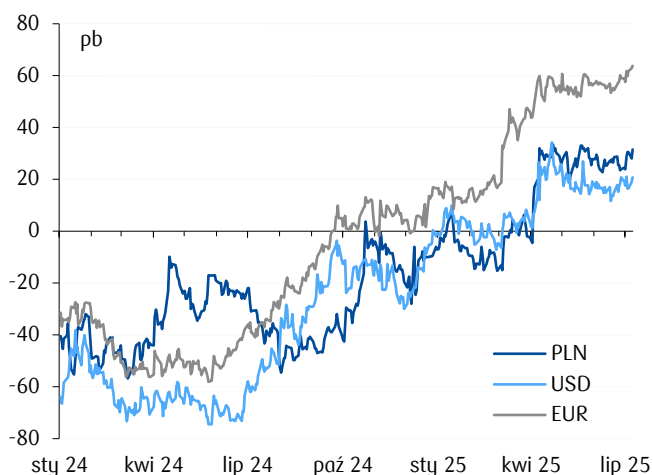
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



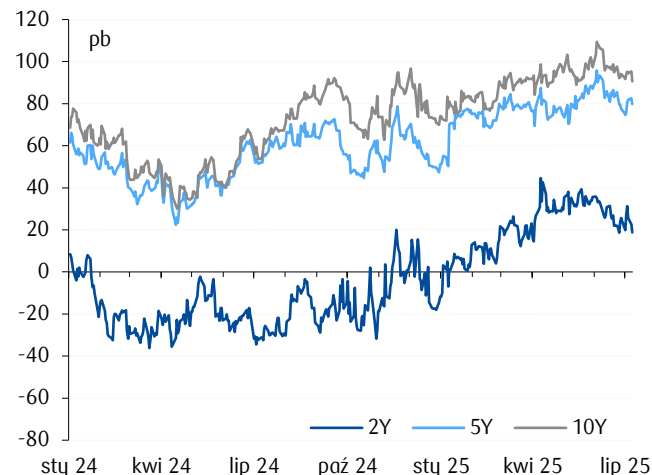
Krótkoterminowe stopy procentowe



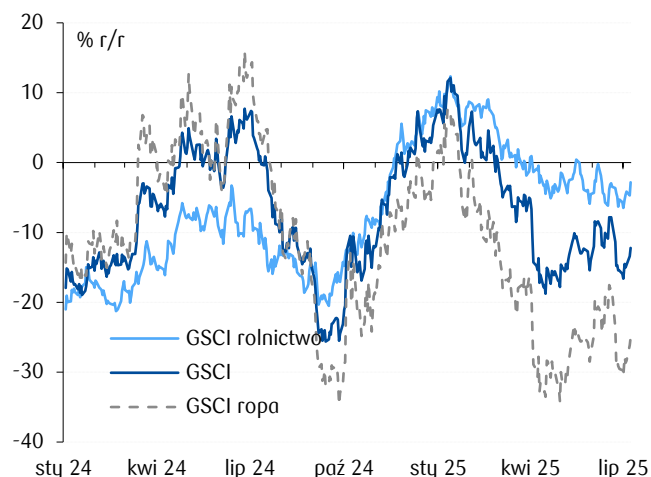
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



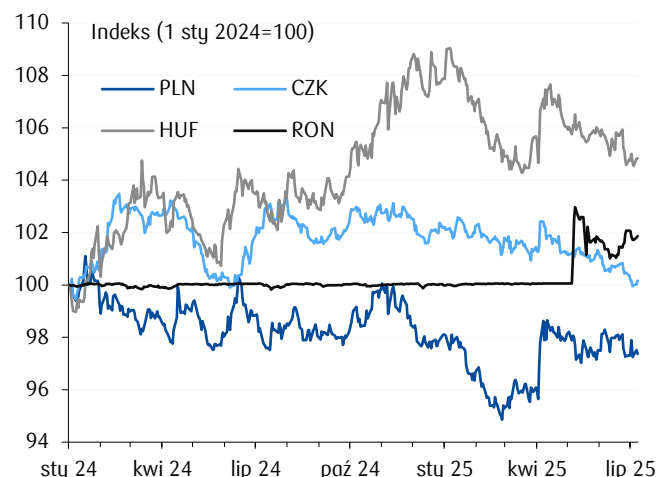
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

	analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Marta Petka-Zagajewska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36. 00-116 Warszawa. zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie. XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.