

Starzenie się społeczeństwa obniża potencjał gospodarczy

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj główne indeksy akcyjne w USA i Europie rosły m.in. na fali dobrych wyników firm technologicznych. Nvidia, jako pierwsza firma w historii, osiągnęła wartość 4 bln USD. Dolar nieznacznie tracił względem euro. Rentowności obligacji na rynkach bazowych spadały. Na krajowym rynku walutowym panował spokój – EURPLN pozostał w okolicy 4,24, a USDPLN oscylował wokół 3,62. Rentowności krajowych obligacji nieznacznie obniżyły się w ślad za rynkami bazowymi.
- Dziś jedyną globalnie istotną publikacją będzie tygodniowy raport z USA o wnioskach o zasiłki dla bezrobotnych. Dane będą interesującym uzupełnieniem czerwcowego raportu o zatrudnieniu, który pozytywnie zaskoczył. Prognozy wskazują, że w pierwszym tygodniu lipca liczba osób wnioskujących po raz pierwszy o zasiłki tylko marginalnie wzrosła (do 235 tys. z 233 tys. przed tygodniem), a liczba kontynuujących pobieranie zasiłku nie zmieniła się istotnie, co wskazywałoby na brak narastających problemów ze znalezieniem pracy i zagrożenia znaczącym wzrostem bezrobocia.
- W regionie CEE opublikowane zostaną finalne dane o inflacji CPI z Czech (wstępny szacunek wskazał na wzrost w czerwcu do 2,9% r/r z 2,4% r/r w maju). Ponadto poznamy dane z Rumunii o PKB za 1q25 i bilansie handlowym za maj.
- Ostatni szacunek PKB w Rumunii w 1q25 pokazał spowolnienie wzrostu gospodarczego do 0,3% r/r z 0,5% r/r w 4q24 przy stabilizacji w ujęciu kwartalnym (0% q/q sa po wzroście o 0,5% q/q w 4q24). Głównym motorem gospodarki była konsumpcja (1,8pp do wzrostu PKB dodała konsumpcja prywatna i 0,7pp – publiczna), wspierana przez inwestycje (0,9 pp) i wzrost zapasów (1 pp). Wszystko to zostało prawie całkowicie zniwelowane przez negatywny wkład eksportu netto, wynoszący -4,1 pp.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- USA: D.Trump ogłosił nałożenie 50% cła na import miedzi obowiązujące od 1 sierpnia. Dodatkowo prezydent USA opublikował kopie listów do kolejnych państw ze stawkami celnymi mającymi obowiązywać od

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

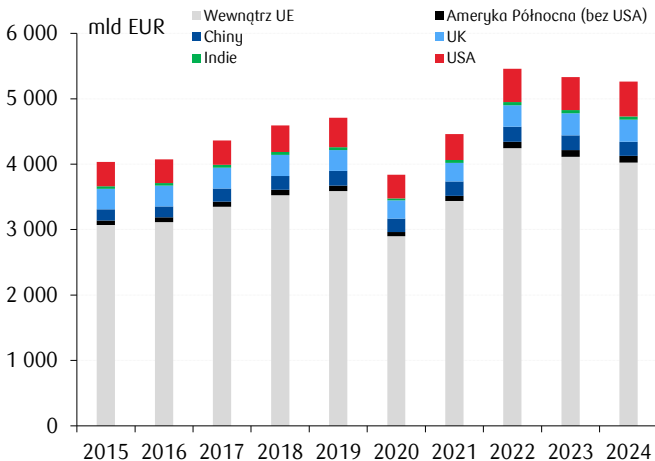
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-09	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2443	0,0
USDPLN	3,6228	-0,2
CHFPLN	4,5578	0,2
GBPPLN	4,9189	0,0
EURUSD	1,1716	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,35	-2
PL5Y	4,86	-6
PL10Y	5,37	-3
DE10Y	2,63	-1
US10Y	4,34	-7
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 354,3	0,3
DAX	24 549,6	1,4
S&P500	6 263,3	0,6
Nikkei**	39 655,8	-0,4
Shanghai Comp.**	3 505,6	0,4
Surowce:		
Złoto	3307,80	0,5
Ropa Brent	70,19	0,1

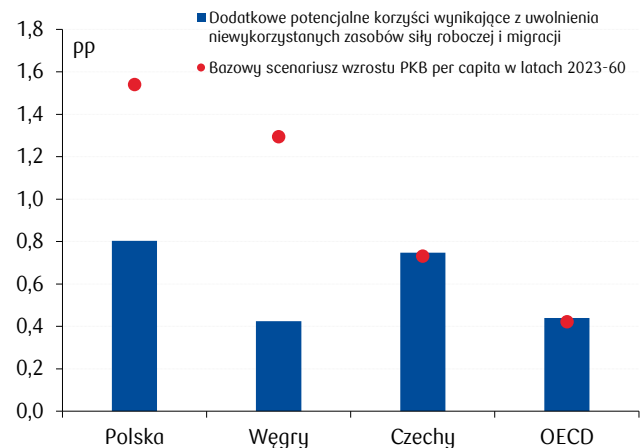
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Struktura eksportu towarowego UE



Źródło: Macrobond, Eurostat, OECD, PKO Bank Polski.

Scenariusze wzrostu PKB wg OECD w zależności od stopnia wykorzystania zasobów pracy



1 sierpnia. Wśród adresatów są Brazylia, która została objęta jedną z najwyższych ogłoszonych dotychczas stawek (50%), pomimo tego, że odnotowuje deficyt w wymianie towarowej z USA. Pozostali adresaci to Filipiny (stawka 20%), Brunei i Mołdawia (stawka 25%) oraz Algieria, Irak, Libia i Sri Lanka (stawka 30%).

- **EUR: J.Nagel (EBC, Bundesbank)**, jeden z bardziej jastrzębich członków Rady Prezesów, ocenił, że biorąc pod uwagę wysoką niepewność gospodarczą EBC musi pozostać otwarty na każdą opcję zmiany stóp i nie powinien ani obiecywać ani wykluczać kolejnej redukcji stóp procentowych. **R.Holzmann** (EBC, Bank Austrii, największy jastrząb w EBC) stwierdził, że EBC nie musi kontynuować łagodzenia polityki pieniężnej, ponieważ niskie koszty pożyczek mogą już stymulować gospodarkę, a „z pewnością nie powinno dojść do obniżki na najbliższym posiedzeniu, jak również w pozostałej części roku”.
- **USA:** Według [minutes](#) Fed na posiedzeniu w czerwcu oceniano, że inflacja w USA była wciąż nieco podwyższona, kondycja rynku pracy dobra, a wzrost aktywności gospodarczej w 2q25 solidny. Członkowie FOMC podkreślali wysoką niepewność jaką obarczony jest wzrost gospodarczy oraz inflacja w przyszłości. W szczególności duże zróżnicowanie opinii dotyczyło wpływu ceł na inflację. Niektórzy członkowie FOMC uważali, że przełożenie tariff na ceny może nastąpić z opóźnieniem, ze względu na niechęć firm do ich podnoszenia w warunkach wysokich zapasów. Część decydentów podkreślała, że szybkie zawarcie porozumień handlowych ograniczy wpływ ceł na inflację. Inni zwracali uwagę, że oddziaływanie tariff na ceny może być silniejsze, jeśli dojdzie do zaburzeń w łańcuchach dostaw. **W odniesieniu do perspektyw dla polityki pieniężnej panowała powszechna zgoda, że kondycja gospodarki pozwala na utrzymanie postawy wait-and-see. Jednocześnie większość członków oceniła, że pewne luzowanie polityki pieniężnej jeszcze w tym roku jest wskazane.** Niektórzy ocenili, że jeśli dane będą zgodne z oczekiwaniami, to będą oni skłonni opowiedzieć się za obniżką już na kolejnym posiedzeniu 30 lipca. Jednocześnie część decydentów nie widzi w ogóle przestrzeni do obniżek w tym roku, a dla niektórych bieżący poziom stóp jest bliski neutralnego. Naszym zdaniem najbardziej prawdopodobny jest scenariusz pośredni, czyli kolejna obniżka stóp we wrześniu.
- **ŚWIAT:** OECD w najnowszym [Employment Outlook](#) przedstawił wyzwania, jakie starzenie się społeczeństwa stawia wzrostowi gospodarczemu. Raport wskazuje, że bez szybkich zmian w politykach, wzrost PKB per capita znacznie spowolni w większości krajów OECD, nawet przy szybkim wzroście produktywności. W raporcie zwrócono uwagę, że zatrudnienie i współczynnik aktywności na rynku pracy w krajach OECD osiągnęły rekordowe poziomy, podczas gdy bezrobocie pozostaje historycznie niskie. Rosnącym problemem staje brak rąk do pracy, związany ze starzeniem się społeczeństw. W ocenie OECD integracja grup relatywnie słabiej reprezentowanych na rynku pracy (kobiet, osób starszych) pomogłaby złagodzić skutki starzenia się populacji. **Polska należy do grupy krajów, gdzie wpływ kurczącej się populacji na gospodarkę będzie relatywnie silny, a wzrost gospodarczy może spowolnić do ok. 2% średnio w latach 2024-2060, nawet przy stałym, ponadprzeciętnym (3-krotnie wyższym od średniej w państwach OECD) wzroście produktywności.** Według szacunków OECD w Polsce zniwelowanie luki między udziałem kobiet i mężczyzn na rynku pracy, zwiększenie aktywności zawodowej osób starszych oraz wzrost migracji zwiększyłoby PKB per capita w latach 2024-2060 średnio o 0,8pp.
- **USA:** Prezydent D.Trump ocenił, że dzięki wprowadzanym cłom „kraj rozkwita” i ponownie wezwał Prezesa Fed do obniżenia stóp procentowych. D.Trump poinformował, że „z nowego badania Rady Doradców Ekonomicznych (...) wynika, że cła mają zerowy wpływ na inflację”. Dodał, że ktoś powinien pokazać wyniki tego badania szefowi Rezerwy Federalnej, „który od miesięcy marudzi jak dziecko na temat nieistniejącej inflacji i nie

Stopy procentowe i inflacja w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski, szare pola to okresy recesji.

chce zrobić tego, co należy". J.Powell w swoich dotychczasowych wystąpieniach zwracał uwagę, że wpływ ceł może się ujawniać w miarę upływu czasu, a pierwsze skutki ich wprowadzenia już są zauważalne - np. w cenach elektroniki.

- **EU:** U. von der Leyen powtórzyła, że KE liczy na porozumienie z USA w sprawie ceł, ale przygotowuje się na wszystkie scenariusze. Szefowa KE zaznaczyła, że UE chce wypracować przejrzyste ramy, na których można będzie budować długofalowe relacje handlowe i oceniła, że "to moment ryzyka dla Europy, ale też szansy - i to od nas zależy, czy ją wykorzystamy", wskazując, że UE zawarła już nowe porozumienia handlowe z Mercosurem, Meksykiem i Szwajcarią, a do końca roku chce zakończyć negocjacje z Indiami. U. von der Leyen zapowiedziała, że KE przygotowuje na październikowy szczyt Rady Europejskiej mapę drogową gotowości obronnej UE. Zwróciła uwagę, że "nie chodzi tylko o to, ile wydajemy, ale jak to robimy. Potrzebujemy więcej interoperacyjności i więcej inwestycji, które pozostaną w Europie" i zaapelowała do PE i Rady o szybkie przyjęcie pakietu legislacyjnego upraszczającego zasady pomocy publicznej i przyznawania pozwoleń na rozbudowę zakładów obronnych.
- **POL:** Na wniosek marszałka Sejmu, Sz. Hołowni, rekonstrukcja rządu zostaje przesunięta o tydzień, na 22 lipca. Lider Polski 2050 motywował to koniecznością uporządkowania spraw związanych ze swoją partią.

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	mIn RON	-3141	--	--	--
CZE: Inflacja CPI (cze., rew.)	9:00	% r/r	2,4	2,9	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	233	235	--	--
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	--	--

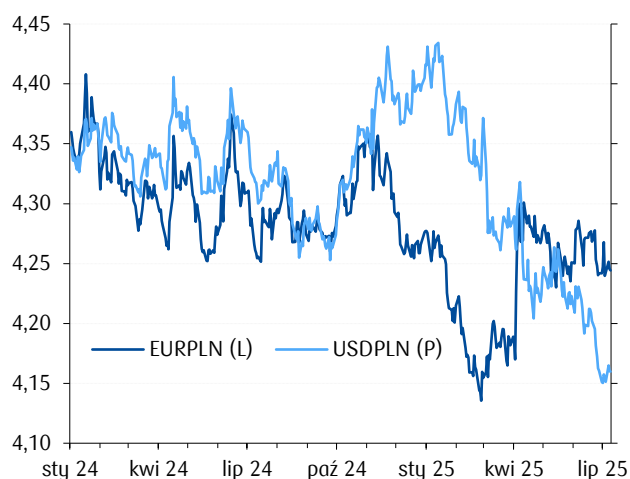
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

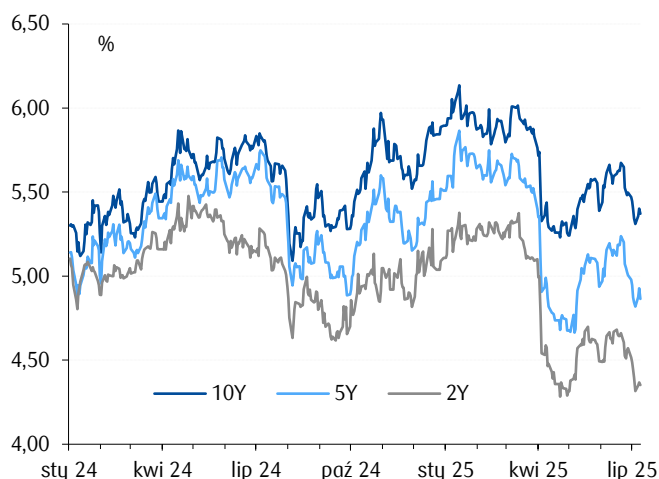
		Wartość 2025-07-09	Δ 1D	Δ 1W	Δ (%; pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2443	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-11,3
	USDPLN	3,6228	-0,2	-0,1	-2,1	-7,9	-23,0
	CHFPLN	4,5578	0,2	-0,3	1,0	4,2	-5,7
	GBPPLN	4,9189	0,0	-0,2	-1,9	-2,7	-13,1
	EURUSD	1,1716	0,2	-0,4	2,0	8,2	15,2
	EURCHF	0,9312	-0,2	-0,3	-1,1	-4,4	-5,9
	GBPUSD	1,3590	0,3	0,0	0,4	5,9	13,3
	USDJPY	146,47	-0,3	1,7	1,1	-9,4	7,7
	EURCZK	24,66	-0,1	-0,1	-0,4	-2,7	-0,4
Obligacje	EURHUF	399,93	0,0	-0,1	-0,1	1,7	-0,8
	PL2Y	4,35	-2	-9	-27	-83	-359
	PL5Y	4,86	-6	-1	-29	-81	-238
	PL10Y	5,37	-3	-3	-23	-40	-143
	DE2Y	1,86	-1	0	1	-104	133
	DE5Y	2,19	-1	0	6	-35	124
	DE10Y	2,63	-1	1	10	10	135
	US2Y	3,86	-5	7	-9	-77	82
	US5Y	3,92	-6	5	-9	-32	86
Akcje	US10Y	4,34	-7	5	-7	6	133
	WIG	106 354,3	0,3	1,7	4,6	21,6	97,5
	WIG20	2 897,7	0,3	2,0	4,2	14,9	69,6
	S&P500	6 263,3	0,6	0,6	4,0	11,2	60,5
	NASDAQ100	22 864,9	0,7	1,0	4,6	10,6	88,8
	Shanghai Composite**	3 505,6	0,4	1,5	3,0	19,3	4,2
	Nikkei**	39 658,5	-0,4	-0,3	3,2	-5,2	49,7
	DAX	24 549,6	1,4	3,2	2,5	33,4	91,1
Surowce	VIX	19,26	-2,8	-4,6	-4,2	36,1	-31,0
	Ropa Brent	70,2	0,1	1,6	0,6	-17,5	-32,9
	Ropa WTI	69,6	0,1	1,4	1,0	-16,5	-33,5
	Złoto	3307,8	0,5	-1,0	-1,0	39,1	90,0

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

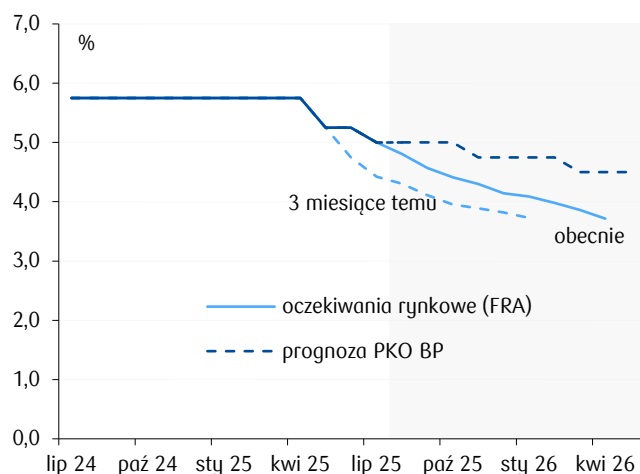
Notowania złotego wobec głównych walut



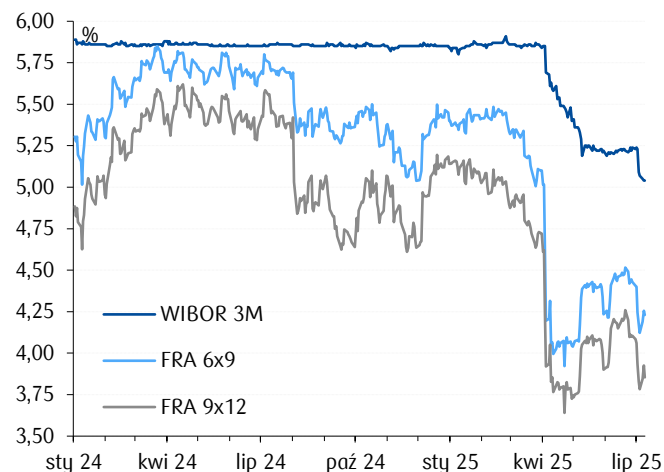
Rentowności polskich obligacji skarbowych



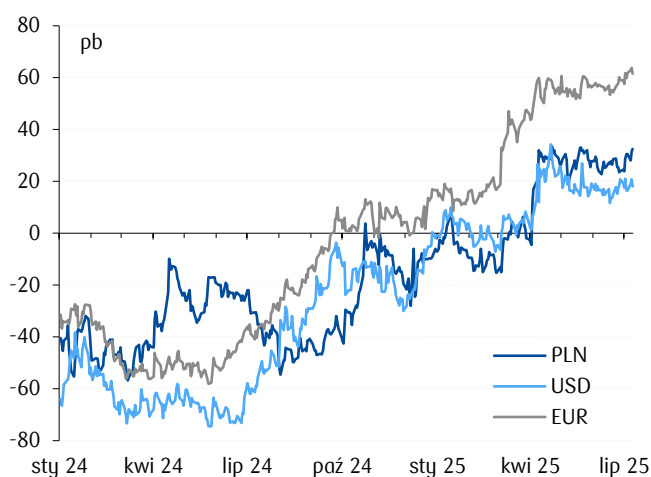
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



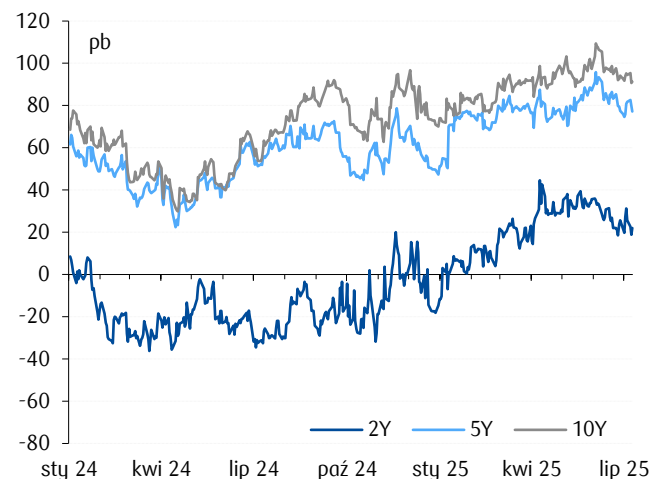
Krótkoterminowe stopy procentowe



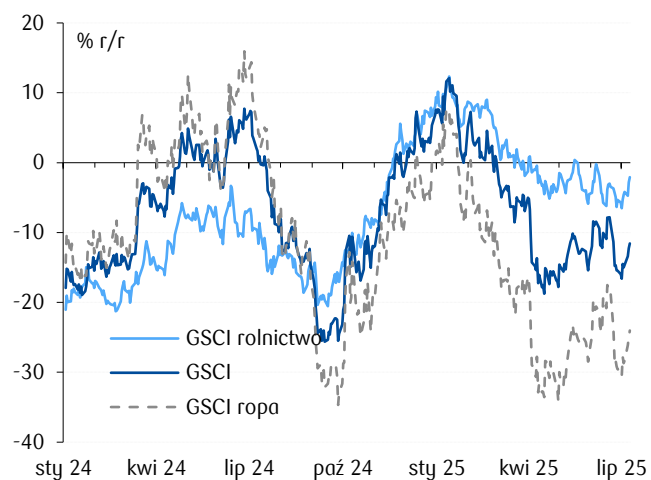
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



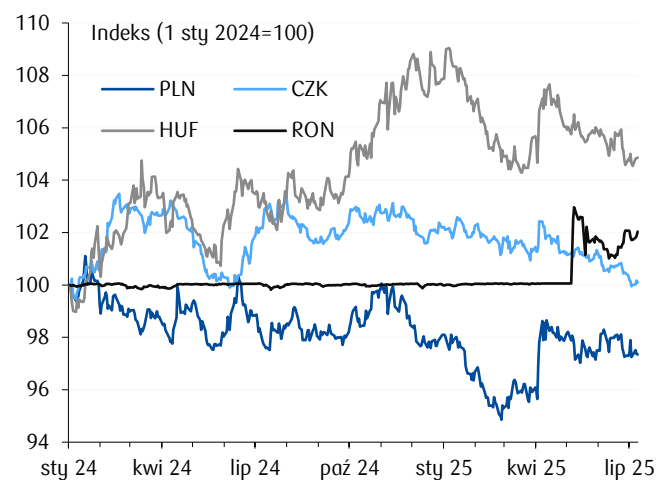
Spread asset swap dla PLN



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:

 @PKO_Research



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.