

Celna kanonada celna?

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Po tygodniu dynamicznych wzrostów, które wyniosły indeks S&P500 do kolejnego rekordowego poziomu, piątkowa sesja przyniosła spadki. Narastające obawy o możliwą eskalację wojny handlowej skłoniły inwestorów do realizacji zysków. Nadchodzący tydzień będzie szczególnie istotny ze względu na publikację danych o amerykańskiej inflacji oraz wyników finansowych sześciu największych banków z USA. Niepokoje rynkowe nie ominęły również europejskich parkietów, choć indeks WIG pozostał względnie stabilny. Kurs Bitcoina pierwszy raz w historii przebił 120 tys. USD. Złoty zakończył tydzień lekkim osłabieniem wobec euro, w kierunku 4,26, oraz dolara, do 3,65. Rentowności krajowych obligacji pozostały bez większych zmian.
- **W tym tygodniu w centrum uwagi będą kolejne doniesienia dotyczące cel oraz prezentacja projektu budżetu UE na lata 2028-34 (śr.). Według medialnych doniesień UE i USA mogą także nałożyć nowe sankcje na Rosję, skupione na skuteczniejszym ograniczeniu jej możliwości handlu ropą. Kumulacja najważniejszych publikacji nastąpi we wtorek, kiedy poznamy inflację w USA za czerwiec, PKB Chin za 2q25 oraz finalny wskaźnik czerwcowej inflacji w Polsce. Warto również zwrócić uwagę na dane z USA o produkcji przemysłowej (śr.) i sprzedaży detalicznej (czw.), które przybliżą oszacowania PKB za 2q25 – obecnie nowcast Atlanta Fed wskazuje na wzrost o 2,6% saar.**
- **Dziś czekamy na krajowe dane o bilansie płatniczym za maj.** Zakładamy, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi, pogłębienie deficytu rachunku obrotów bieżących (PKOe: -785 mln EUR, kons.: -999 mln EUR) przy niewielkim wzroście eksportu i importu w ujęciu rocznym.
- **Projekt nowego budżetu UE na lata 2028-2034 (tzw. WRF – wieloletnie ramy finansowe) zostanie przedstawiony 16 lipca.** Z doniesień medialnych wynika, że wydatki mają pozostać na poziomie ok. 1% PKB UE, czyli ok. 200 mld EUR rocznie. Z tej kwoty część zostanie przeznaczona na spłatę funduszu ratunkowego z czasów pandemii – obecnie to 25-30 mld EUR rocznie. W budżecie może nastąpić przekierowanie części środków z tradycyjnie wspieranych obszarów, takich jak rolnictwo i rozwój regionalny (z których korzystają głównie państwa CEE oraz południa kontynentu), na cele związane

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

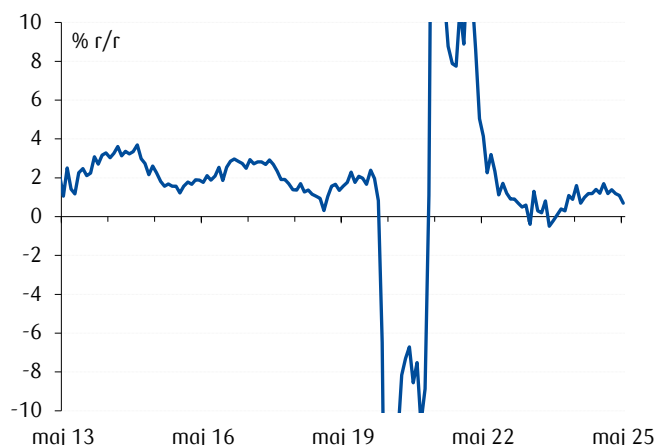
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

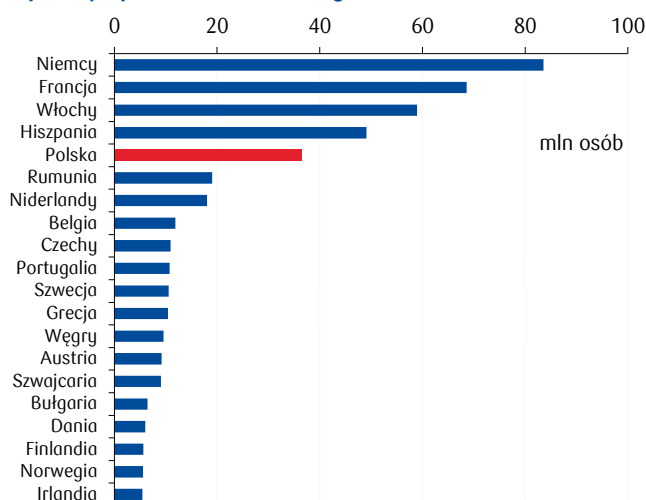
	Wartość 2025-07-11	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2635	0,2
USDPLN	3,6461	0,1
CHFPLN	4,5785	0,2
GBPPLN	4,9264	-0,2
EURUSD	1,1694	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,37	1
PL5Y	4,89	0
PL10Y	5,36	0
DE10Y	2,69	2
US10Y	4,42	7
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 107,0	0,2
DAX	24 255,3	-0,8
S&P500	6 259,8	-0,3
Nikkei**	39 574,0	-0,2
Shanghai Comp.**	3 527,8	0,5
Surowce:		
Złoto	3365,10	1,4
Ropa Brent	70,36	2,5

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.

Miesięczny PKB Wielkiej Brytanii



Populacja państw UE na 1 stycznia 2025*



Źródło: Macrobond, Eurostat, PKO Bank Polski.*20 największych państw.

z obronnością i nowymi technologiami. KE proponuje, aby większą część środków uzależnić od kryteriów politycznych (podobnie jak w KPO). Przewodnicząca KE zapewniła jednak w ubiegłym tygodniu, że środki dla regionów (obecnie ok. 30% budżetu UE) będą trafiały bezpośrednio do władz regionalnych, a nie rządów i będą wyłączone z mechanizmu warunkowości.

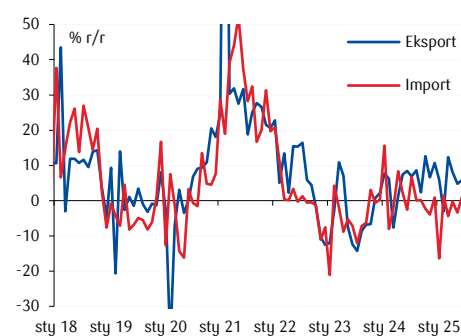
- **Inflacja w USA w czerwcu wg naszych i rynkowych oczekiwań wzrosła (PKOe: 2,7% r/r, konsensus: 2,6% r/r) z 2,4% r/r w maju.** Nie powinno to jednak niepokoić decydentów Fed, zwłaszcza po dotychczasowych zaskoczeniach w dół, i biorąc pod uwagę efekt niskiej bazy z czerwca ub. r. Pierwszych reakcji na dane inflacyjne spodziewamy się zaraz po ich publikacji – **we wtorek mają się wypowiedzieć M.Bowman i M.Barr z zarządu Fed, a w kolejnych dniach również M.Daly, A.Kugler, L.Cook.**
- **Wzrost PKB w Chinach w 2q25 według konsensusu spowolnił do 5,1% r/r z 5,4% r/r w 1q25.** Wbrew obawom związanym z napięciami handlowymi w relacjach z USA dynamika PKB ma więc szanse utrzymać się powyżej 5% r/r. Solidny wzrost w 2q25 wspierany był m.in. sprzedażą detaliczną, która okazała się wyższa od oczekiwań, a dobra kondycja konsumentów to efekt szeregu działań stymulujących popyt.
- **Inflacja CPI w Polsce w czerwcu wg wstępnych danych wzrosła do 4,1% r/r z 4,0% r/r w maju.** W takim scenariuszu szacujemy, że inflacja bazowa mogła wzrosnąć do 3,4% r/r z 3,3% r/r przed miesiącem. Mimo obserwowanego w ostatnich miesiącach osłabienia impetu inflacji bazowej, czerwiec przyniósł więc najpewniej jego przyspieszenie. Jutrzejšie dane pomogą rozwikłać zagadkę, czy wynikało to tylko z jednorazowych zdarzeń – „podejrzany” jest wzrost cen usług transportowych.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** D.Trump poinformował, że import z UE i Meksyku od 1 sierpnia zostanie objęty cłem 30%, uzasadniając to głębokim deficytem handlowym USA w relacji do tych dwóch obszarów, oraz – w przypadku Meksyku – brakiem wystarczająco skutecznych działań w zakresie zabezpieczenia amerykańsko-meksykańskiej granicy. W przypadku UE 30% stawka jest wyższa niż 20% ogłoszone w „dniu wyzwolenia”, ale jednocześnie niższa od 50% – czyli poziomu, którym D.Trump groził UE w maju (obecnie UE objęta jest stawką bazową 10%). U.von der Leyen powiedziała, że nowe cło zaburzy funkcjonowanie łańcuchów dostaw, powodując straty dla firm i konsumentów po obydwu stronach Atlantyku. **Zadeklarowała gotowość do dalszych negocjacji przed 1 sierpnia, czego symbolem jest decyzja UE, aby opóźnić wejście w życie ceł odwetowych na wart 21 mld EUR import z USA do początku sierpnia** (miały wejść życie 14 lipca). Równolegle, „na wszelki wypadek”, UE prowadzi wewnętrzne konsultacje w zakresie kolejnego pakietu ceł, które mogłyby objąć import z USA wart 72 mld EUR (redukcja względem wstępnego planu o wartości 95 mld EUR), w tym m.in. samoloty, alkohol i żywność. O implikacjach amerykańskich ceł dla UE, w tym w szczególności dla Polski, pisaliśmy m.in. w [CEE Macro Weekly The War of the Worlds](#), oraz w naszym ostatnim [Kwartalniku Ekonomicznym, Wojna Światów](#).
- **EUR:** I.Schnabel (zarząd EBC) **podkreśliła wysoki próg dla potencjalnej kolejnej obniżki stóp procentowych, co sugeruje tymczasowe wstrzymanie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.** Opowiedziała się również przeciwko „dostrajaniu” polityki monetarnej w odpowiedzi na krótkoterminowe fluktuacje, takie jak ostatnie wahania cen ropy. Zaznaczyła, że dalsze działania EBC będą uzależnione od istotnego odchylenia inflacji od celu. Dodatkowo wskazała, że wyższe cła mogą wywierać średnioterminowy efekt proinflacyjny. F.Panetta (EBC, Bank Włoch) stwierdził, że dalsze obniżki stóp procentowych przez EBC mogą być uzasadnione w przypadku, **gdy wzrost gospodarczy nie spełni oczekiwań i wzmocni presję deflacyjną.**

- **EU:** Według doniesień medialnych Komisja Europejska proponuje wprowadzenie nowego podatku, który objąłby wszystkie przedsiębiorstwa działające na obszarze UE (niezależnie od lokalizacji ich centrali) z obrotami na poziomie co najmniej 50 mln EUR. Przychody z podatku trafiłyby do budżetu UE. Szczegóły rozwiązania mają zostać przedstawione w tym tygodniu (w tym tygodniu mamy poznać też cały projekt budżetu), a jego zatwierdzenie wymagałoby jednogłośnej zgody wszystkich państw członkowskich. Według nieoficjalnych doniesień UE rozważa się również także po inne źródła zwiększenia dochodów unijnego budżetu. Wśród rozważanych rozwiązań są m.in. przekierowanie do KE części wpływów z akcyzy za tytoń, wprowadzenie „opłat” za odpady elektroniczne, które nie zostały poddane recyklingowi, objęcie opłatą długodystansowych przesyłek w ramach handlu internetowego (co dotyczyłoby głównie importu z Chin).
- **UE:** Unia Europejska i Indonezja zawarły porozumienie polityczne dotyczące przyszłej umowy o wolnym handlu, która miałaby zostać sfinalizowana do września. Porozumienie obejmowałoby sektor rolny, motoryzacyjny i usługowy. Towarowa wymiana handlowa pomiędzy UE a Indonezją w 2024 miała wartość 27,3 mld EUR, a wymiana usługowa 8,8 mld EUR.
- **UK:** PKB (w ujęciu miesięcznym) w maju spadł o 0,1% m/m, wobec -0,3% m/m w kwietniu, co stanowi negatywne zaskoczenie w stosunku do prognoz. Dane wskazują na rosnące ryzyko stagnacji lub nawet recesji w 2q25. Głównymi źródłami słabości gospodarczej są sektory przemysłowy i budowlany, w których aktywność obniżyła się najmocniej od niemal roku, oraz osłabienie popytu konsumenckiego. Gospodarka nadal odczuwa skutki wcześniejszych podwyżek podatków, ceł nałożonych przez USA oraz wysokich cen energii. Słabe wyniki gospodarki wzmocniają argumenty za obniżką stóp procentowych na najbliższym posiedzeniu BoE, w sierpniu.
- **GER:** Wyższa izba parlamentu Niemiec zatwierdziła pakiet ulg podatkowych o wartości 46 mld EUR. Inicjatywa, zaproponowana przez kanclerza F.Merza wraz z CDU/CSU, ma na celu stymulowanie wzrostu gospodarczego.
- **EUR:** Liczba ludności UE wg stanu na 1.01.2025 wyniosła 450,4 mln, o 1,07 mln więcej r/r. To czwarty rok z rzędu ze wzrostem populacji, po spadku w 2021 wskutek COVID-19. Głównym źródłem wzrostu jest migracja netto, która od 2012 przewyższa ujemny przyrost naturalny. Od 1960 populacja UE wzrosła o 95,9 mln, ale tempo wzrostu wyraźnie spadło – w latach 2005–24 wynosiło średnio +0,9 mln osób rocznie vs. ok. +3 mln rocznie w latach 60. Pod względem liczebności populacji Polska plasuje się na 5 miejscu w UE, z 36,5 mln obywateli.
- **CHN:** Eksport (w ujęciu USD) w czerwcu wzrósł o 5,8% r/r, po wzroście w maju o 4,8% r/r, znacząco przebijając oczekiwania rynkowe. Dynamika importu pozostaje niska – w czerwcu wyniosła 1,0% r/r po trzech miesiącach spadków. Wzrost chińskiego eksportu miał miejsce mimo trwającej wojny handlowej z USA. Wśród przyczyn tak dobrego wyniku może być budowanie przez firmy zapasów komponentów po tym jak Chiny i USA zgodziły na obniżenie celnych stawek zaporowych (ponad 100%) do niższych. Kolejną przyczyną może być rosnąca dywersyfikacja geograficzna chińskiego eksportu. Dane szczegółowe (w renminbi) wskazują, że w 1h25 eksport Chin do USA spadł o 9,9% r/r, a import o 7,7% r/r. Z kolei chiński eksport do UE (w tym samym ujęciu i okresie) wzrósł o 7,8% r/r, podczas gdy import spadł o 4,8% r/r.
- **FRA:** E.Macron zapowiedział zwiększenie budżetu obronnego o 3,5 mld EUR w 2026 i o kolejne 3 mld EUR w 2027, tak aby w 2027 wyniósł on 64 mld EUR.
- **USA:** Dyrektor Narodowej Rady Ekonomicznej K.Hasset powiedział, że Biały Dom analizuje czy administracja D.Trumpa ma prawo do zwolnienia prezesa Fedu J.Powella.

Dynamika roczna eksportu i importu w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 14 lipca						
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	10:00	mld CZK	14,4	-5,98	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (maj)	14:00	mld EUR	-374	-999	-785	--
POL: Eksport (maj)	14:00	% r/r	-2,4	2,4	4,1	--
POL: Import (maj)	14:00	% r/r	3,5	2,7	4,0	--
ROM: Rachunek bieżący od początku roku (maj)	--	mld RON	-10,103	--	--	--
Wtorek, 15 lipca						
CHN: Wzrost PKB (2q)	4:00	% r/r	5,4	5,1	--	--
ROM: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-2,4	--	--	--
POL: Inflacja CPI (cze., rew.)	10:00	% r/r	4,0	4,1	--	--
GER: Indeks instytutu ZEW (lip.)	11:00	pkt.	47,5	50,7	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (maj)	11:00	% r/r	0,8	2,1	--	--
USA: Inflacja CPI (cze.)	14:30	% r/r	2,4	2,6	2,7	--
USA: Inflacja bazowa (cze.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	--
Środa, 16 lipca						
EUR: Bilans handlowy (maj)	11:00	mld EUR	14	13	--	--
POL: Inflacja bazowa (cze.)	14:00	% r/r	3,3	3,4	3,4	--
USA: Inflacja PPI (cze.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (cze.)	15:15	% m/m	-0,2	0,1	--	--
Czwartek, 17 lipca						
EUR: Inflacja HICP (cze., rew.)	11:00	% r/r	1,9	2,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (cze., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna (cze.)	14:30	% m/m	-0,9	0,1	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (cze.)	14:30	%, m/m	-0,3	0,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	227	234	--	--
Piątek, 18 lipca						
GER: Inflacja PPI (cze.)	8:00	% r/r	-1,2	-1,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (cze.)	14:30	mln	1,256	1,298	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (cze., wst.)	14:30	mln	1,394	1,386	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., wst.)	16:00	pkt.	60,7	61,5	--	--

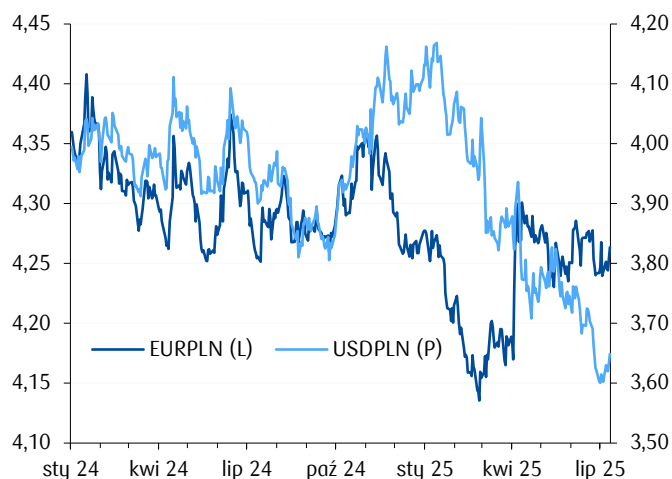
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

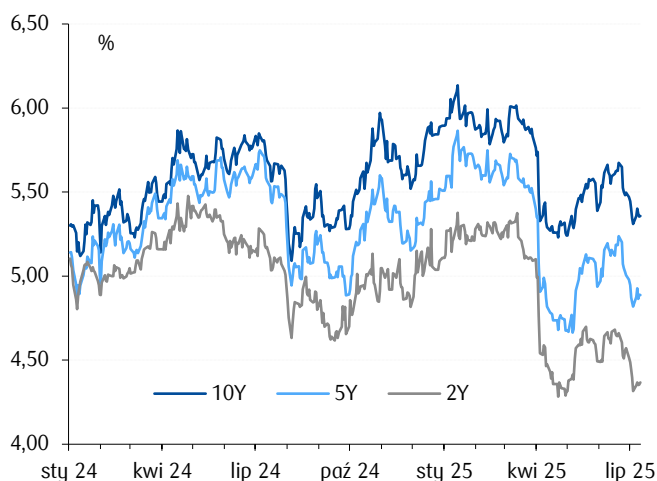
		Wartość 2025-07-11	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2635	0,2	0,5	-0,2	0,2	-10,9
	USDPLN	3,6461	0,1	1,2	-1,5	-6,5	-22,4
	CHFPLN	4,5785	0,2	0,9	0,5	5,0	-4,9
	GBPPLN	4,9264	-0,2	0,2	-1,8	-2,8	-12,6
	EURUSD	1,1694	0,1	-0,7	1,3	7,2	14,9
	EURCHF	0,9312	0,0	-0,4	-0,7	-4,6	-6,2
	GBPUSD	1,3506	-0,4	-1,0	-0,5	4,0	12,3
	USDJPY	147,37	0,6	2,0	2,2	-6,6	8,3
	EURCZK	24,68	0,2	0,2	-0,5	-2,6	0,1
	EURHUF	399,80	0,2	0,3	-0,7	2,0	-1,3
Obligacje	PL2Y	4,37	1	5	-30	-81	-316
	PL5Y	4,89	0	7	-27	-68	-213
	PL10Y	5,36	0	5	-24	-33	-133
	DE2Y	1,91	2	9	5	-91	138
	DE5Y	2,24	2	12	10	-24	127
	DE10Y	2,69	2	12	15	19	135
	US2Y	3,89	2	1	-6	-56	77
	US5Y	3,98	5	5	-3	-12	84
	US10Y	4,42	7	8	1	24	132
Akcje	WIG	105 107,0	0,2	-0,4	5,8	18,5	92,5
	WIG20	2 860,9	0,4	-0,1	5,7	11,5	64,4
	S&P500	6 259,8	-0,3	-0,3	4,7	11,5	60,5
	NASDAQ100	22 780,6	-0,2	-0,4	5,3	12,0	87,9
	Shanghai Composite**	3 528,2	0,5	1,6	4,5	18,7	5,1
	Nikkei**	39 572,0	-0,2	-0,6	4,6	-3,9	49,2
	DAX	24 255,3	-0,8	2,0	3,1	29,4	86,4
	VIX	19,19	0,4	-4,4	-12,0	36,9	-29,9
Surowce	Ropa Brent	70,4	2,5	3,0	-5,2	-17,3	-34,3
	Ropa WTI	69,6	2,7	2,2	-5,7	-16,6	-35,3
	Złoto	3365,1	1,4	1,0	-1,8	39,5	92,7

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

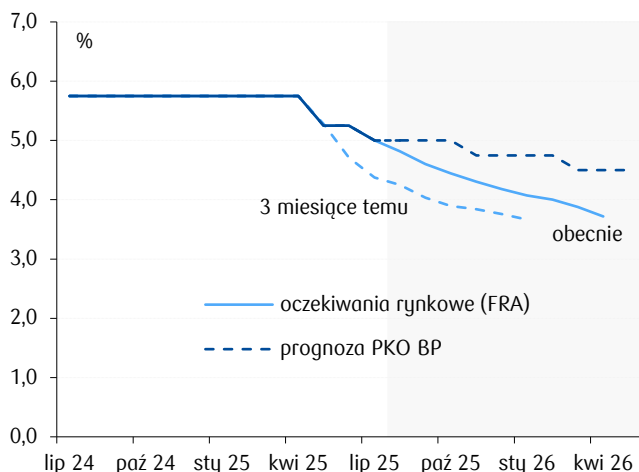
Notowania złotego wobec głównych walut



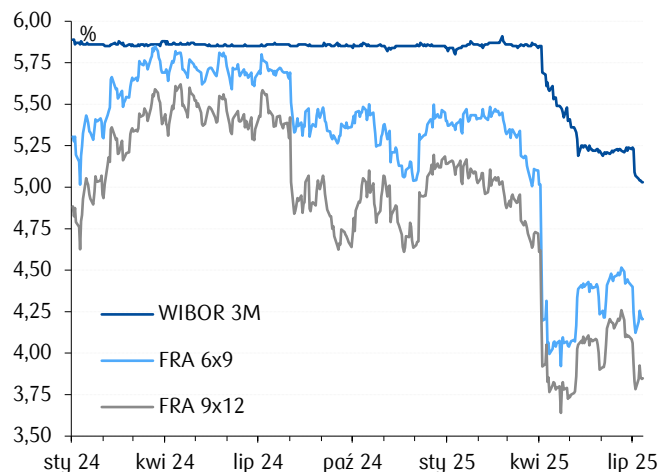
Rentowności polskich obligacji skarbowych



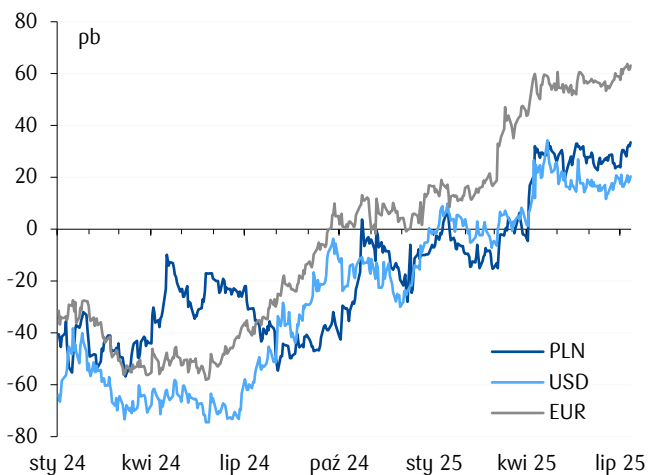
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



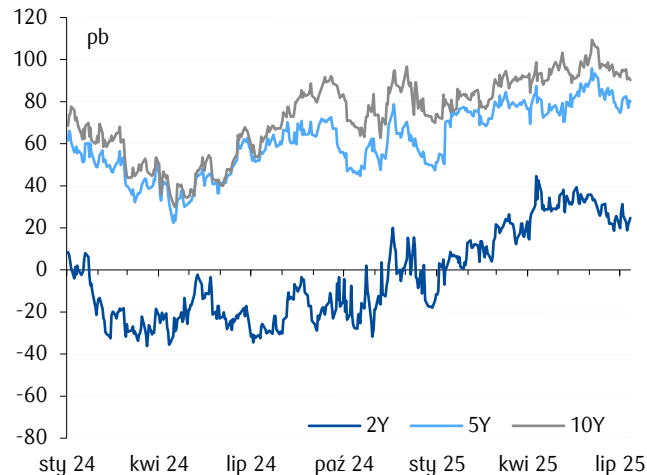
Krótkoterminowe stopy procentowe



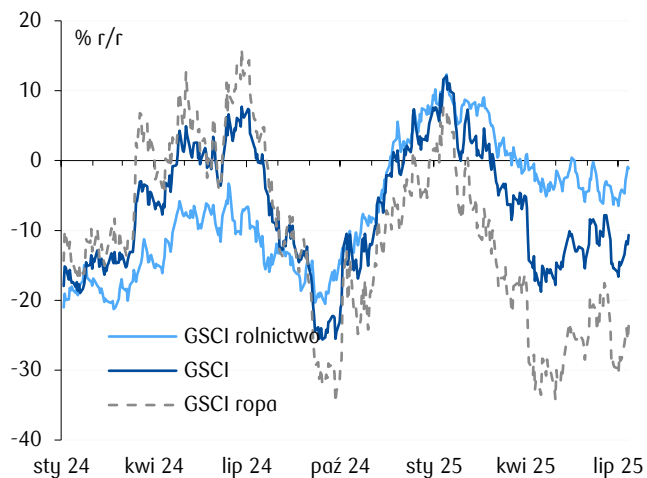
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



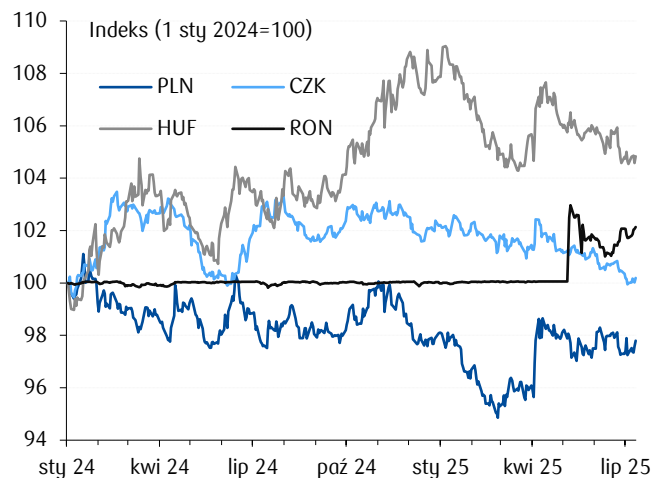
Spread asset swap dla PLN



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.

