

Co wynika z porozumienia USA-UE?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Doniesienia o zawarciu przez USA porozumienia handlowego z UE i doniesienia, że przedłużony może zostać rozejm handlowy z Chinami zaowocowały wzrostami na amerykańskich parkietach i umocnieniem dolara. Rentowności 10-letnich Treasuries nieznacznie spadły. Rynki europejskie, po początkowym entuzjazmie, zakończyły dzień pod kreską. Informacje o zwiększeniu presji na Rosję przez USA spowodowały globalny wzrost cen ropy. Złoty osłabił się względem dolara najsilniej od kwietnia, do 3,66, i wobec euro lekko powyżej 4,26. Rentowności krajowych obligacji obniżyły się na całej długości krzywej.
- **Dziś kluczową publikacją będzie raport JOLTS z USA**, który przedstawi sytuację na rynku pracy w czerwcu z perspektywy popytowej. Konsensus rynkowy przewiduje **lekki spadek popytu, wynikający z pogorszenia koniunktury, jednak pozostaniemy w okolicy długoterminowej średniej**, co potwierdza, że kondycja rynku pracy nie jest zła. Kolejne istotne raporty z rynku pracy, które poznamy w tym tygodniu, to ADP (Śr.) oraz oficjalny raport NFP (pt.).
- **Ze Stanów Zjednoczonych napłyną również dane o bilansie handlowym za czerwiec**, który prawdopodobnie utrzyma głęboki deficyt wymiany handlowej. Pełny efekt wyższych ceł nie będzie jeszcze widoczny w danych, dominować będzie efekt wyprzedzającego cła wzmożonego importu.
- **Dodatkowo w USA poznamy dane o cenach nieruchomości w maju**. Oczekujemy kontynuacji spadków w ujęciu m/m, napędzanych niskim popytem, tłamszonym przez wysokie stopy procentowe. **Na zakończenie dnia opublikowany zostanie indeks zaufania konsumentów Conference Board za lipiec**, który powinien dalej wskazywać na stopniową odbudowę nastrojów konsumentów po okresie podwyższonej niepewności związanej z polityką administracji D.Trumpa.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **EUR:** Tak jak pisaliśmy wczoraj, USA i UE osiągnęły porozumienie w sprawie ostatecznych stawek celnych na importowane towary, które wejdą w życie od 1 sierpnia. Ogólna stawka wyniesie 15%, z wyjątkami: 50% cła na stal,

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

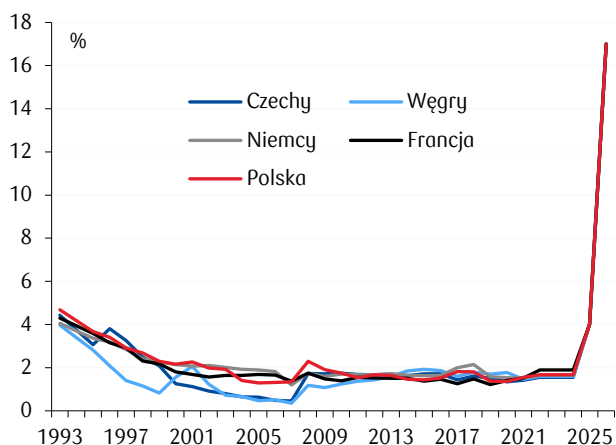
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-28	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2643	0,3
USDPLN	3,6642	1,1
CHFPLN	4,5732	0,6
GBPPLN	4,9120	1,1
EURUSD	1,1638	-0,8
Obligacje:		
PL2Y	4,26	-5
PL5Y	4,82	-8
PL10Y	5,42	-8
DE10Y	2,69	-3
US10Y	4,41	3
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 778,9	-1,6
DAX	23 970,4	-1,0
S&P500	6 389,8	0,0
Nikkei**	40 599,6	-1,0
Shanghai Comp.**	3 598,9	0,0
Surowce:		
Złoto	3309,90	-0,7
Ropa Brent	70,04	2,3

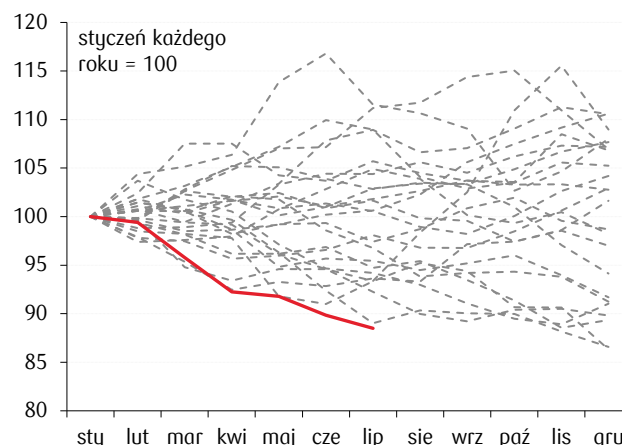
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Efektywne stawki celne USA na towary państw UE



Źródło: WITS World Bank, Eurostat, PKO Bank Polski.

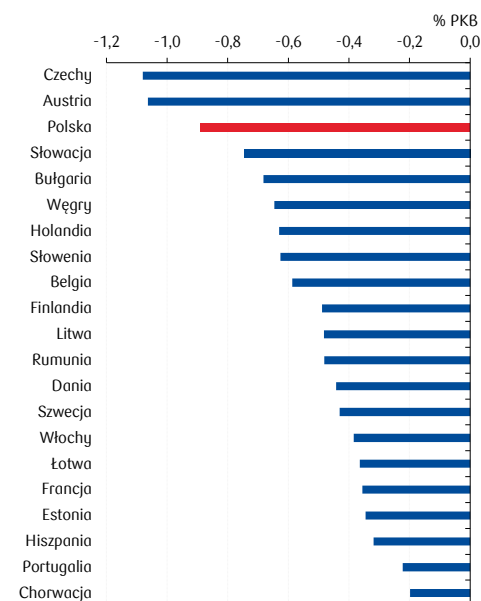
Wartość dolara względem euro



aluminium oraz wyroby zawierające metale, a niektóre pozycje będą objęte stawką 0%, w tym m.in. kompletne statki powietrzne, części lotnicze, wybrane chemikalia, niektóre leki generyczne, sprzęt do produkcji półprzewodników, wybrane surowce krytyczne i część produktów rolnych. Negocjacje dotyczące alkoholi, win i piwa zostały tymczasowo wstrzymane do końca 2025. Porozumienie łagodzi ryzyko gwałtownej wojny handlowej, ale utrwała znacznie wyższe niż przed 2025 koszty handlu transatlantyckiego. UE zrezygnowała z narzędzi odwetowych i własnej inicjatywy cyfrowej, oraz zaoferowała USA pakiet inwestycyjno-importowy. Kluczowymi punktami spornymi pozostają 50% cła na stal i aluminium oraz nieuregulowana kwestia alkoholi. Według analiz, **efektywna stawka celna dla państw Europy wzrosła z przedziału 1,5-4% do przedziału od 6% (np. dla Francji) do 11% (np. dla Niemiec) w okresie kwiecień-czerwiec oraz od sierpnia wzrośnie maksymalnie do 17%**. Na skutek wyższych ceł **najbardziej ucierpią gospodarki mające istotną wymianę handlową z USA**, m.in. Niemcy, Włochy i Finlandia, a **Polska i inne państwa EŚW odczują negatywne skutki pośrednio**, poprzez spadek popytu z zachodnich państw UE. Szacujemy, że nowe cła ograniczą wzrost PKB w Niemczech w tym roku o około 0,4pp, a w państwach EŚW o około 0,1pp względem scenariusza bez ceł. Bardziej negatywny wpływ będzie widoczny w przyszłym roku, choć będzie on tylko nieznacznie silniejszy niż w roku bieżącym. Długoterminowy wpływ ceł na PKB może skutkować maksymalnie spadkiem o 1% w państwach UE względem scenariusza dotychczasowych ceł. Wobec strefy euro pojawił się również nowy problem, pośrednio związany z cłami. Agresywne taryfy wprowadzone przez administrację D.Trumpa wywołały globalną niepewność i obawy o spowolnienie w USA. Inwestorzy zaczęli traktować Europę jako względnie „spokojną przystań”, a od początku roku euro zyskało ok. 11,5% wobec dolara. Umocnienie euro poza cłami również będzie negatywnie ciążyło na eksporcie, który (wg [badania IMF](#)) przy takim umocnieniu może obniżyć się z tego powodu o 3-4%.

- **EUR:** M.Sefcovic (unijny komisarz ds. handlu i bezpieczeństwa gospodarczego) przedstawił istotne szczegóły porozumienia handlowego UE-USA. Podkreślił, że strategiczna **współpraca z USA jest zdecydowanie lepszym rozwiązaniem niż wojna handlowa**, która mogłaby zagrozić Europie. Zawarte porozumienie otwiera nowy rozdział współpracy transatlantyckiej, a osiągnięcie zadeklarowanego przez UE poziomu zakupów w USA jest według niego realistyczne, szczególnie w kontekście wycofywania się UE z rosyjskich źródeł energii. Kluczowymi punktami umowy są m.in.: jednolity pułap celny na poziomie 15%, obniżka ceł w sektorze motoryzacyjnym z 27,5% do 15% oraz obszerna lista towarów objętych zerową stawką, która dodatkowo jest otwarta na dalsze rozszerzenie. M.Sefcovic podkreślił, że umowa jest **początkiem procesu głębszej współpracy handlowej i technologicznej z USA**, obejmującej m.in. strategiczne zakupy surowców energetycznych oraz chipów AI. Porozumienie zawiera także zobowiązanie do wspólnego działania w obszarze metali, co ma na celu stworzenie wspólnej ochrony gospodarek poprzez kontyngenty taryfowe z preferencyjnym traktowaniem oraz ustanowienie wspólnego podejścia do rozwiązywania problemu nadwyżki mocy produkcyjnych. Pomimo pewnych zastrzeżeń ze strony państw członkowskich, według komisarza osiągnięty kompromis jest najlepszym możliwym rozwiązaniem w trudnych warunkach, zapewniającym ochronę przepływów handlowych i miejsc pracy w UE.
- **EUR:** Kanclerz Niemiec **F.Merz** uznał porozumienie handlowe USA-UE za **sukces jedności UE**, choć głównie wynika to z tego, że Niemcy skupiły się na ochronie własnego przemysłu motoryzacyjnego i unikały szczegółowych dyskusji, aby szybko osiągnąć konsensus. Z drugiej strony, Prezydent Francji, **E.Macron**, **domagał się stanowczych działań, takich jak uruchomienie instrumentu antyprzymusowego** (narzędzia prawne umożliwiające

Zmiana PKB spowodowana spadkiem o 10% PKB popytu na produkty przemysłu Niemiec



Źródło: Eurostat, Figaro, PKO Bank Polski.

nakładanie presji gospodarczej na inne państwa) wobec USA, choć jednocześnie naciskał na KE, by chronić sektor win i szampanów, by uchronić ten segment przed amerykańskimi retorsjami.

- **EUR: P.Kazimir** (Prezes Banku Słowacji i członek Rady Prezesów EBC) stwierdził, że obniżka stóp procentowych we wrześniu wymagałaby istotnej, niespodziewanej zmiany w gospodarce. Obecnie EBC nie spieszy się z dalszym obniżaniem kosztów kredytu po ostatniej obniżce do 2%. P.Kazimir wskazał, że kluczowe byłoby wyraźne pogorszenie sytuacji na rynku pracy. Polityk pozytywnie ocenił zawartą w niedzielę umowę handlową UE-USA, zaznaczając, że zmniejsza ona niepewność w biznesie. Jednak jej wpływ na inflację pozostaje niejasny i jego ocena wymaga czasu. Zdaniem P.Kazimira, ryzyko trwałego zejścia inflacji poniżej celu EBC jest ograniczone, a przewidywane spadki w kolejnym roku powinny mieć jedynie przejściowy charakter. Bankier jednocześnie ostrzegł, że zakłócenia w globalnym handlu mogą zwiększać presję inflacyjną. Jego ocena jest spójna z opiniami innych przedstawicieli EBC, według których poprzeczka dla wrześniowej obniżki jest wysoka.
- **USA/RUS: D.Trump skrócił termin dla Rosji na zawarcie porozumienia pokojowego z Ukrainą do ok. 10-12 dni.** W przeciwnym razie USA nałożą wysokie „wtórne cła” na partnerów handlowych Moskwy. Pierwotnie D.Trump dał Rosji 50 dni, lecz uznał, że brak jest jakichkolwiek postępów negocjacyjnych. W lipcu zapowiedział, że bez zawieszenia broni do września, importerzy rosyjskich towarów zostaną objęci cłami na poziomie ok. 100%.
- **USA/CHN:** USA i Chiny rozpoczęły kolejną rundę negocjacji, rosną oczekiwania na przedłużenie o 90 dni obecnego zawieszenia w wojnie handlowej, które wygasa 12 sierpnia. W rozmowach stronę USA reprezentuje S.Bessent (sekretarz skarbu), a Chiny – He Lifeng (wicepremier). S.Bessent wskazał niedawno, że rozmowy są „na bardzo dobrym etapie”, sugerując możliwość kolejnego zawieszenia. Według [South China Morning Post](#) obie strony są bliskie decyzji o przedłużeniu rozejmu o kolejne trzy miesiące. [FI podał](#), że USA wstrzymały ograniczenia eksportowe dotyczące technologii, szczególnie chipów AI, które są głównym punktem sporu. Celem tego ruchu jest uniknięcie pogorszenia relacji przed możliwym spotkaniem D.Trumpa z Xi Jinpingem.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 25 lipca						
GER: Indeks Ifo (lip.)	10:00	pkt.	88,4	89,2	--	88,6
USA: Zamówienia na dobra trwałe (cze., wst.)	14:30	% m/m	16,4	-10	--	-9,3
Wtorek, 29 lipca						
USA: Bilans handlowy (cze.)	14:30	mld USD	-96,6	-98	--	--
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% m/m	-0,4	-0,2	--	--
USA: Raport JOLTS (cze.)	16:00	mln	7,769	7,550	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip.)	16:00	pkt.	93,0	95,9	--	--
Środa, 30 lipca						
HUN: Saldo handlowe (cze.)	8:30	mln HUF	739	--	--	--
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	0,0	0,0	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,4	2,5	--	--
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	0,0	0,2	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., rew.)	11:00	pkt.	-15,3	-14,7	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip.)	11:00	pkt.	94,0	94,5	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,2	--	--
USA: Raport ADP (lip.)	14:15	tys	-33	75	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	2,4	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,5	--	--
USA: Posiedzenie Fed (.)	20:00	%	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	--
Czwartek, 31 lipca						
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	10:00	% r/r	4,1	2,8	2,8	--
GER: Inflacja CPI (lip., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	-0,4	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	-0,1	0,4	--	--
USA: Deflator PCE (cze.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (cze.)	14:30	% r/r	2,7	2,7	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	217	223	--	--
JP: Posiedzenie BOJ (.)	--	%	0,50	0,50	0,50	--
Piątek, 1 sierpnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lip.)	3:45	pkt.	50,4	50,2	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (lip.)	9:00	pkt.	44,8	45,9	45,6	--
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	10:00	pkt.	49,5	49,8	--	--
EUR: Inflacja HICP (lip., wst.)	11:00	% r/r	2,0	1,9	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip.)	14:30	tys	147	101	128	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip.)	14:30	% r/r	3,7	3,8	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lip.)	14:30	%	4,1	4,2	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	15:45	pkt.	52,9	49,5	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (lip.)	16:00	pkt.	49	49,5	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., rew.)	16:00	pkt.	60,7	61,8	--	--

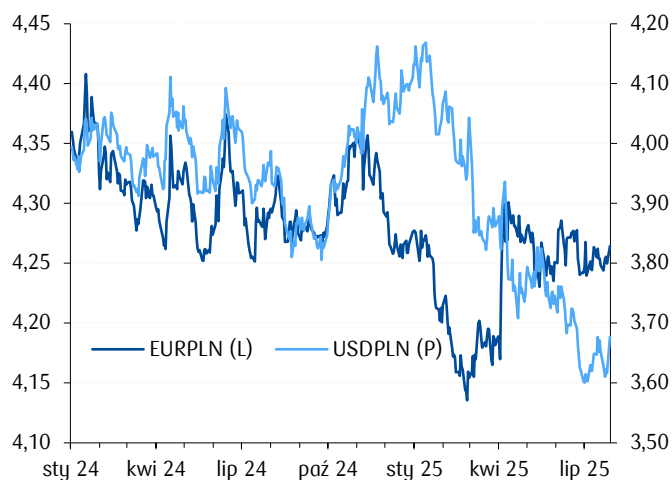
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

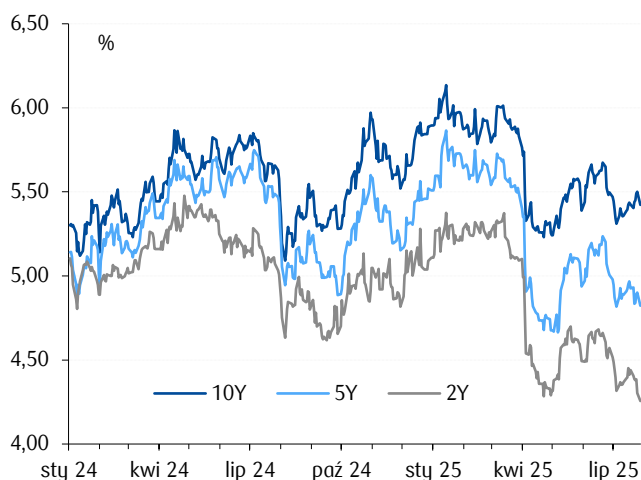
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2025-07-28	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2643	0,3	0,5	0,5	-0,6	-9,4
	USDPLN	3,6642	1,1	1,0	1,4	-7,7	-20,5
	CHFPLN	4,5732	0,6	0,5	0,7	2,2	-4,2
	GBPPLN	4,9120	1,1	0,3	-0,7	-3,7	-11,8
	EURUSD	1,1638	-0,8	-0,5	-0,9	7,6	13,9
	EURCHF	0,9325	-0,2	-0,1	-0,2	-2,7	-5,4
	GBPUSD	1,3414	-0,1	-0,6	-2,1	4,4	11,4
	USDJPY	148,29	0,4	0,6	2,7	-3,7	8,5
	EURCZK	24,59	0,1	-0,1	-0,5	-3,2	0,0
	EURHUF	397,60	0,3	-0,3	-0,5	1,1	-0,2
Obligacje	PL2Y	4,26	-5	-15	-26	-78	-265
	PL5Y	4,82	-8	-11	-16	-65	-137
	PL10Y	5,42	-8	2	-5	-21	-46
	DE2Y	1,90	-3	9	4	-75	149
	DE5Y	2,27	-3	9	11	-3	150
	DE10Y	2,69	-3	7	9	33	167
	US2Y	3,93	1	7	21	-46	89
	US5Y	3,97	2	5	18	-10	107
	US10Y	4,41	3	3	18	24	159
	Akcje	WIG	106 778,9	-1,6	-1,1	2,0	27,0
WIG20		2 906,6	-1,9	-1,5	2,2	20,2	72,4
S&P500		6 389,8	0,0	1,3	3,0	17,0	61,1
NASDAQ100		23 356,3	0,4	0,8	3,0	22,5	89,5
Shanghai Composite**		3 598,0	0,0	1,1	4,5	24,4	10,7
Nikkei**		40 608,0	-1,0	2,0	0,3	5,6	46,6
DAX		23 970,4	-1,0	-1,4	0,3	30,8	81,5
VIX		17,39	-2,7	-8,5	-7,0	8,9	-31,0
Surowce	Ropa Brent	70,0	2,3	1,2	3,6	-12,2	-33,4
	Ropa WTI	67,8	2,2	-0,8	2,3	-12,2	-31,8
	Złoto	3309,9	-0,7	-2,6	0,8	39,3	92,8

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

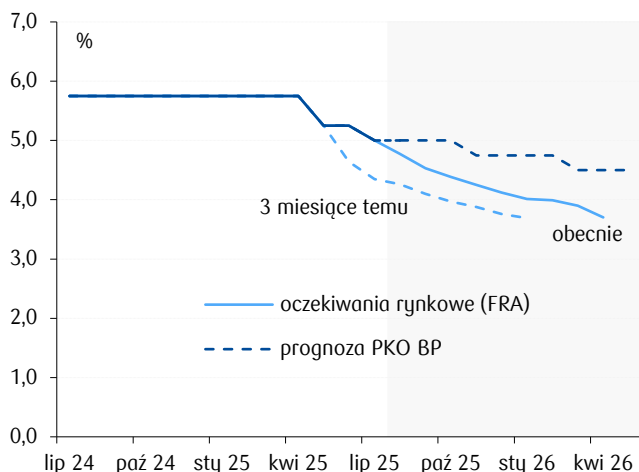
Notowania złotego wobec głównych walut



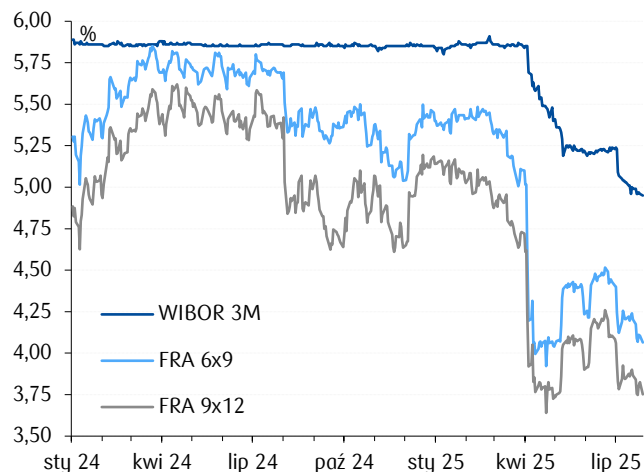
Rentowności polskich obligacji skarbowych



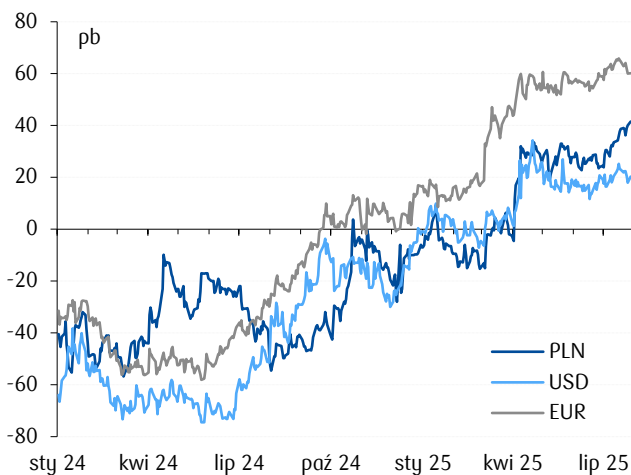
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



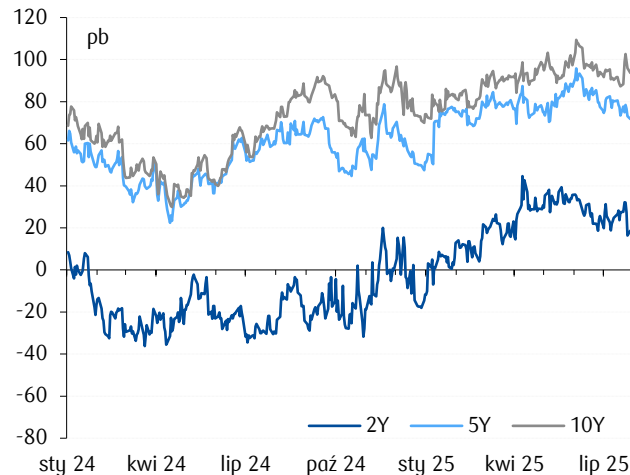
Krótkoterminowe stopy procentowe



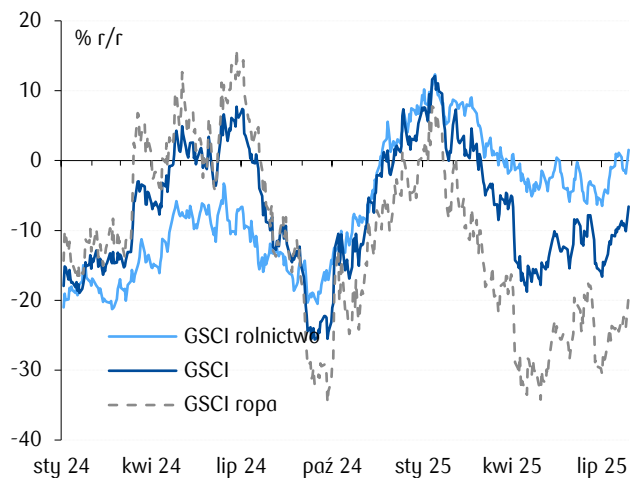
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



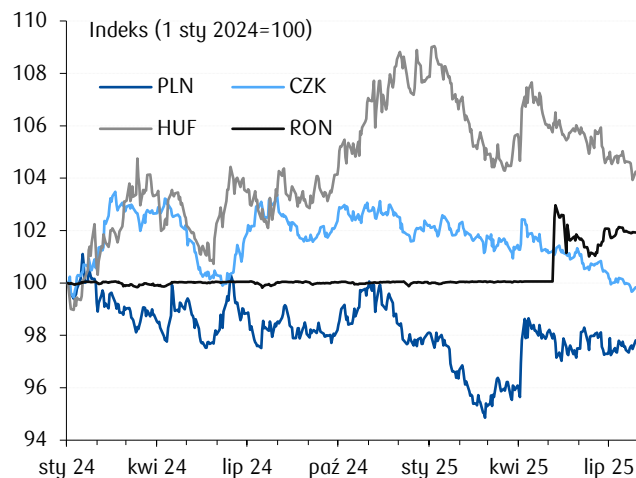
Spread asset swap dla PLN



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.

