

Prognozy globalnego wzrostu wędrują w górę

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj optymizm amerykańskich inwestorów utrzymał notowania akcji w USA na rekordowo wysokim poziomie, a był konsekwencją koncentracji uczestników rynku na dobrych danych ekonomicznych i wynikach finansowych przedsiębiorstw przed decyzją Rezerwy Federalnej. Dolar był najmocniejszy względem euro od kilku tygodni. Rentowności amerykańskich obligacji wzrosły. Optymizm pojawił się również na europejskich parkietach, w tym w Warszawie - WIG20 wzrósł o 1,5%. Złoty kontynuował osłabienie względem walut bazowych - wobec euro powyżej 4,28, a wobec dolara do 3,72. Rentowności krajowych obligacji wzrosły na krótkim końcu krzywej.
- Wydarzeniem dnia będzie wieczorna decyzja Rezerwy Federalnej w sprawie stóp procentowych. Wcześniej poznamy wstępne dane nt. wzrostu PKB w 2q25 w USA, strefie euro (w tym w Niemczech) i w państwach EŚW oraz koniunkturę strefy euro wg ESI. Poza tym czekają nas kolejne dane z amerykańskiego rynku pracy - raport ADP za lipiec, który powinien pokazać wzrost zatrudnienia o ok. 75 tys. po spadku w czerwcu.
- Stopy procentowe w USA wg nas i konsensusu pozostaną bez zmian. Rynek wycenia szansę na obniżkę o 25pb na zaledwie kilka procent. Redukcję stóp blokuje wysoka niepewność związana z konsekwencjami polityki handlowej. Naszym zdaniem dopiero we wrześniu perspektywy handlowe rozjaśnią się na tyle, by dać przestrzeń do obniżenia stóp procentowych. Wtedy też znane będą najnowsze projekcje makroekonomiczne. Dla oceny kolejnych ruchów FOMC istotna będzie konferencja Prezesa J.Powella, dotychczas silnie opierającego się naciskom politycznym na obniżki stóp. Na ostatnim posiedzeniu członkowie FOMC oceniali, że dane makroekonomiczne uzasadniałyby złagodzenie polityki monetarnej, ale napływające w ostatnich dniach wypowiedzi przedstawicieli Fed wskazywały na preferencję w kierunku stabilizacji stóp w lipcu w związku z ryzykami, jakie niesie wzrost ceł.
- Wzrost PKB w 2q25 w USA powinien wyraźnie przyspieszyć, do 2,4% q/q saar po spadku o 0,5% q/q saar w 1q25. Źródłem poprawy względem 1q25 będzie normalizacja importu, którego gwałtowny wzrost (budowanie zapasów przed wyższymi cłami) osłabiał wynik PKB. Oczekiwania rynkowe wskazują także

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

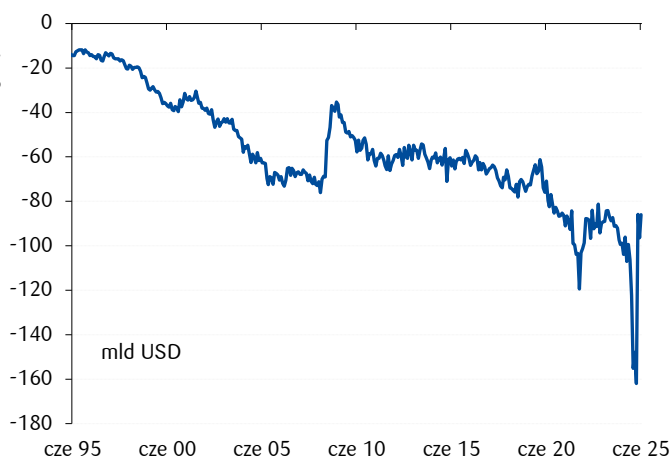
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-29	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2853	0,5
USDPLN	3,7191	1,5
CHFPLN	4,6059	0,7
GBPPLN	4,9460	0,7
EURUSD	1,1523	-1,0
Obligacje:		
PL2Y	4,37	11
PL5Y	4,81	-1
PL10Y	5,42	0
DE10Y	2,69	0
US10Y	4,32	-9
Indeksy akcyjne:		
WIG	108 041,1	1,2
DAX	24 217,4	1,0
S&P500	6 370,9	-0,3
Nikkei**	40 656,3	0,0
Shanghai Comp.**	3 628,5	0,5
Surowce:		
Złoto	3329,96	0,6
Ropa Brent	72,51	3,5

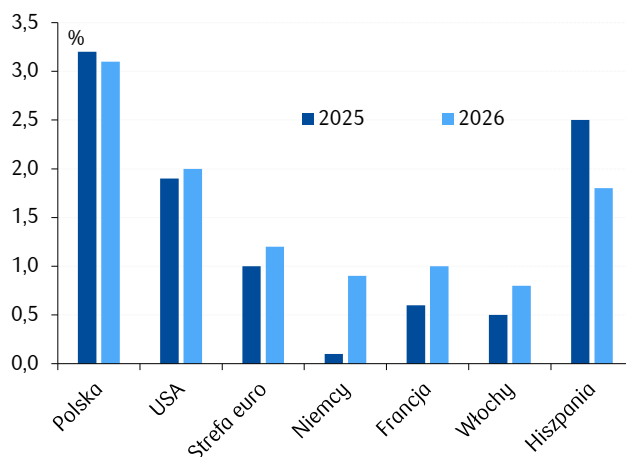
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności
obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Saldo handlu towarowego USA



Źródło: Censur, MFW, PKO Bank Polski.

Prognozy wzrostu PKB wg MFW



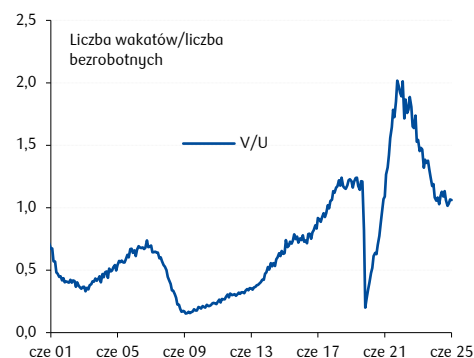
na wzrost dynamiki konsumpcji prywatnej, która w 1q25 zwiększyła się zaledwie o 0,5% q/q saar.

- **Równocześnie w strefie euro w 2q25 możemy zobaczyć spowolnienie wzrostu gospodarczego do 1,2% r/r wobec 1,5% r/r w 1q25.** Lekkie pogorszenie dynamiki PKB będzie drugą stroną handlowych zawirowań. Znaczący wzrost eksportu, wywołany zakupami ze strony USA, wspierał wynik gospodarki strefy euro w 1q25, ale jego późniejsza normalizacja najpewniej ograniczyła wzrost PKB eurolandu w 2q25.
- **Lipcowy wskaźnik ESI powinien pokazać niewielką poprawę koniunktury gospodarczej w strefie euro (kons.: 94,5 pkt. wobec 94,0 pkt. w czerwcu).**

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

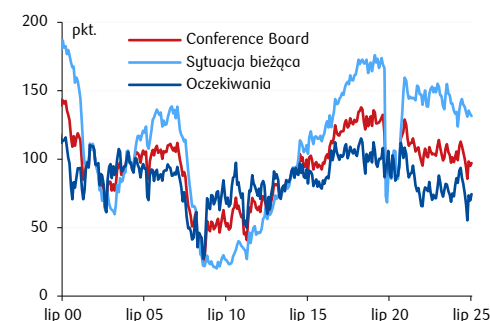
- **USA-CHN:** Zakończyła się trzecia runda **negocjacji handlowych między Stanami Zjednoczonymi a Chinami** w Sztokholmie. Rozmowy trwały dwa dni, jednak **nie przyniosły konkretnego porozumienia**. Tymczasowe stawki celne pozostają w mocy. L.Chenggang (wiceminister handlu Chin) potwierdził **gotowość do przedłużenia rozejmu** (utrzymania zawieszenia podwyższonych ceł), podczas gdy prezydent **D.Trump podejmie decyzję w ciągu dwóch tygodni**, czy przedłużyć rozejm celny z Chinami. **H.Lutnick** (sekretarz handlu USA) zaznaczył, że 1 sierpnia jest ostatecznym terminem wdrożenia ceł na import z kilkudziesięciu krajów, lecz **negocjacje z Chinami toczą się osobnym torem i mogą potrwać dłużej**.
- **ŚWIAT:** MFW pozostawił bez zmian prognozę wzrostu PKB Polski: **3,2% w 2025 i 3,1% w 2026**. Jednocześnie zrewidowano w górę prognozy dla **gospodarki globalnej** – wzrost PKB w 2025 wyniesie 3,0% (+0,2pp wobec poprzedniej projekcji), a w 2026 przyspieszy do 3,1% (+0,1pp). **Podniesiono także prognozę dla strefy euro na 2025, do 1,0% (+0,2pp)**, przy utrzymaniu wcześniejszej prognozy 1,2% w 2026. W przypadku USA wzrost ma wynieść 1,9% (+0,1pp) w 2025 oraz 2,0% (+0,3pp) w kolejnym roku. **Poprawa prognoz wynika głównie ze złagodzenia skali napięć handlowych oraz lepszych od oczekiwań danych gospodarczych w 1h25**. Wolumen globalnego handlu, dzięki częściowej deeskalacji wojny handlowej, będzie wyższy niż prognozowano wcześniej. Wyróżniony przez MFW czynnik ryzyka to podwyższona niepewność. Wymaga ona wprowadzenia polityk ostrożnościowych, co obejmuje m.in. budowanie jasnych i spójnych komunikatów ze strony banków centralnych oraz ochronę ich niezależności (co można interpretować jako nawiązanie do sporu J.Powella z D.Trumpem).
- **USA:** W czerwcu liczba nieobsadzonych etatów według ankiety JOLTS spadła do 7,437 mln wobec 7,712 mln w maju, a skala spadku przekroczyła oczekiwania. **Liczba przyjęć do pracy wzrosła o 2,3% r/r, a zwolnień spadła o 0,1% r/r**. Obserwowana od strony popytowej **sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna** – liczba wakatów przypadających na bezrobotnego utrzymuje się lekko powyżej 1, czyli powyżej długookresowej średniej. Obecne spadki liczby wakatów wynikają głównie ze stabilizacji zatrudnienia po pandemii, a spowolnienie gospodarcze wywiera raczej nieistotny wpływ.
- **EUR:** **Negocjacje handlowe między USA a UE pozostają w toku**. Po ustaleniu głównych warunków na najwyższym szczeblu, trwają prace nad szczegółami umowy. **H.Lutnick** (sekretarz handlu USA) **wskazał na spory dotyczące usług cyfrowych, podatków oraz regulacji wobec amerykańskich firm technologicznych**, a także brak rozstrzygnięć ws. ceł na stal i aluminium. **K.Reiche** (ministra gospodarki Niemiec) oceniła, że nowe cła stanowią ogromne obciążenie dla gospodarki i **podkreśliła konieczność zmiany pozycji UE w negocjacjach na bardziej stanowczą**. Pojawiają się sprzeczne informacje dotyczące wyłączeń z ceł niektórych towarów, w tym wina i alkoholi. KE twierdzi, że negocjacje w tej materii trwają, ale Waszington nie potwierdza że

Równowaga rynku pracy w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koniunktura konsumencka wg Conference Board w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

pojawią się wyłączenia dla alkoholi. Francja, dla której wyłączenia są kluczowe, przekazuje, że część trunków (np. koniak) uzyska zwolnienie.

- **USA:** W lipcu indeks zaufania konsumentów Conference Board wzrósł do 97,2 pkt względem 95,2 pkt poprzednio. **Oczekiwania na kolejne 6 miesięcy poprawiły się** (74,4 pkt. – najwyżej od lutego), ale **ocena bieżącej sytuacji pogorszyła się** (spadek do 131,5 pkt. z 133 pkt.) głównie przez dalsze **pogorszenie oceny rynku pracy** – już siódmy miesiąc z rzędu. Odsetek twierdzących, że „trudno znaleźć pracę” wzrósł do 18,9% i jest najwyższy od marca 2021. Ocena sytuacji finansowej gospodarstw domowych pogorszyła się nieznacznie, ale pozostaje solidna. Obawy przed recesją lekko osłabły, **inflacja pozostaje głównym zmartwieniem konsumentów**. Część ankietowanych odniosła się do niedawno uchwalonej ustawy budżetowej, widząc w niej potencjalne wsparcie dla gospodarki i inwestycji.
- **USA:** W czerwcu deficyt w handlu towarami zmniejszył się do 86 mld USD względem 96 mld USD w maju (-10,8% m/m sa). **Eksport obniżył się o 0,6% m/m, a import o 4,2% m/m**. Silny spadek importu wynika z realizacji skutków ceł, gdzie dwa czynniki odgrywają kluczową rolę: (1) **wyhamowanie przezornościowego importu** – firmy zgromadziły zapasy towarów przed wzrostem ceł, a teraz poszukują alternatywnych źródeł zaopatrzenia, oraz (2) **wzrost średniej efektywnej stawki celnej** do około 9% od maja względem 2,3% na początku roku – wyższe koszty importu ograniczają jego opłacalność. Od sierpnia stawki celne wzrosną do około 15%, co dalej negatywnie wpłynie na import. Eksport również traci perspektywę wzrostu z powodu wzrostu ceł u partnerów handlowych oraz potencjalnych problemów z podażą towarów.
- **EUR:** W czerwcu konsumentencka percepcja inflacji w strefie euro za ostatni rok **pozostała stabilna na poziomie 3,1%** (piąty miesiąc z rzędu). **Oczekiwania inflacyjne na kolejne 12 miesięcy spadły do 2,6%** (-0,2 pp m/m), odwracając wzrosty z marca i kwietnia. Prognozy inflacji w perspektywie 3-letniej (2,4%) i 5-letniej (2,1%) nie zmieniły się. Oczekiwania dotyczące nominalnego wzrostu dochodów w ciągu najbliższego roku utrzymały się na poziomie 1,0%. **Spadły jednak oczekiwania wzrostu wydatków**, do 3,2% z 3,5% w maju. Prognozy wzrostu gospodarczego na najbliższe 12 miesięcy **nieznacznie się poprawiły**, do -1,0% z -1,1% w maju i -1,9% w kwietniu. Oczekiwane oprocentowanie kredytów hipotecznych obniżyło się do 4,3% z 4,4% poprzednio, co będzie **wspierać dalszy wzrost kredytów i ożywienie popytu w gospodarce**.
- **USA:** Ceny nieruchomości w maju **spadły o 0,2% m/m**, względem spadku o 0,3% m/m w kwietniu oraz zgodnie z oczekiwaniami. W ujęciu r/r ceny nadal są wyższe o 2,8%, jednak wysokie stopy procentowe ograniczają możliwości popytowe rynku nieruchomości, co będzie oddziaływać nadal deflacyjnie na ceny mieszkań.
- **GER:** Dziś rząd ma zatwierdzić projekt budżetu na 2026. **Wcześniej, pod koniec czerwca, rząd zatwierdził projekt budżetu na 2025**, który był opóźniony ze względu na upadek rządu O.Scholza, wybory parlamentarne i prace nad pakietem fiskalnym. **Zgodnie z projektem na bieżący rok deficyt wyniesie 3,3% PKB**. Równoległe rząd niemiecki opublikował [średnioterminowy plan finansowy do 2029](#), który zakłada **wzrost deficytu do 3,8% PKB i 3,2% PKB odpowiednio w 2026 i 2027**. Według [komisarza](#) V.Dombrovskisa Komisja Europejska nie obejmie Niemiec procedurą nadmiernego deficytu, gdyż wzrost deficytu powyżej 3% wynika z wydatków na zbrojenia, które (w skali do 1,5% PKB) są wyłączone z procedury. Obniżenie deficytu do poziomu poniżej 3% PKB jest przewidywane w 2028. Wydatki netto sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2025 wzrosną o 3,1% oraz o 3,0% w 2026, natomiast w horyzoncie do 2029 ich skumulowany wzrost wyniesie 13,5%. Założone na 2025 wydatki inwestycyjne mają zostać podniesione z 74,5 mld EUR w 2024 do 115,7 mld EUR, a następnie - według projektu na 2026 - do

126,7 mld EUR. Zwiększenie inwestycji jest możliwe dzięki utworzeniu specjalnego 10-letniego funduszu infrastrukturalnego w wysokości 500 mld EUR, który jest wyłączony z krajowej reguły „fiskalnego hamulca”, ograniczającego zadłużanie się Niemiec do 0,35% PKB rocznie.

- **USA-RUS:** D.Trump ponownie zapowiedział, że USA w ciągu 10 dni nałożą dodatkowe sankcje na Rosję, jeżeli nie nastąpią postępy w negocjacjach dotyczących zakończenia konfliktu w Ukrainie.

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	--	-85,99
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% m/m	-0,3	-0,2	--	-0,2
USA: Raport JOLTS (cze.)	16:00	mln	7,712	7,550	--	7,437
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip.)	16:00	pkt.	95,2	95,9	--	97,2
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	tyś	-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	tyś	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	tyś	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	--	--

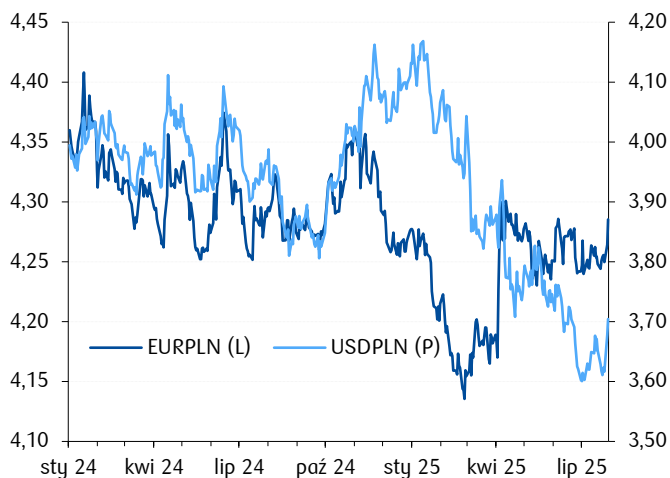
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

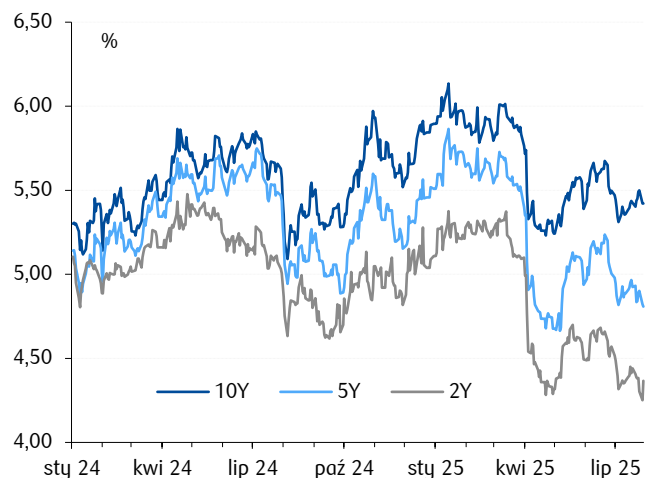
		Wartość 2025-07-29	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2853	0,5	0,8	0,9	-0,1	-9,8
	USDPLN	3,7191	1,5	2,6	3,1	-6,3	-20,6
	CHFPLN	4,6059	0,7	1,0	1,2	2,8	-5,4
	GBPPLN	4,9460	0,7	1,0	-0,1	-2,9	-12,6
	EURUSD	1,1523	-1,0	-1,7	-2,2	6,6	13,7
	EURCHF	0,9304	-0,2	-0,2	-0,3	-2,8	-4,6
	GBPUSD	1,3329	-0,6	-1,3	-2,8	3,9	10,6
	USDJPY	148,50	0,1	1,4	3,5	-4,0	8,7
	EURCZK	24,62	0,1	0,0	-0,2	-3,2	0,1
	EURHUF	399,90	0,6	0,2	0,1	1,2	-0,1
Obligacje	PL2Y	4,37	11	-2	-12	-64	-241
	PL5Y	4,81	-1	-3	-14	-63	-129
	PL10Y	5,42	0	-2	-2	-16	-36
	DE2Y	1,92	1	12	7	-64	157
	DE5Y	2,28	1	13	13	1	161
	DE10Y	2,69	0	10	12	35	176
	US2Y	3,87	-5	4	9	-49	83
	US5Y	3,90	-7	2	6	-14	102
	US10Y	4,32	-9	-2	7	18	154
Akcje	WIG	108 041,1	1,2	0,6	3,7	29,8	103,9
	WIG20	2 951,0	1,5	0,7	4,4	23,7	78,3
	S&P500	6 370,9	-0,3	1,0	2,8	17,2	62,5
	NASDAQ100	23 308,3	-0,2	1,1	3,7	24,0	92,8
	Shanghai Composite**	3 630,0	0,6	1,3	5,0	26,1	10,8
	Nikkei**	40 631,2	-0,1	2,2	1,6	5,5	46,9
	DAX	24 217,4	1,0	0,7	2,3	31,5	84,9
	VIX	17,84	2,6	-5,6	-11,6	8,2	-31,2
Surowce	Ropa Brent	72,5	3,5	5,7	8,0	-7,8	-30,5
	Ropa WTI	70,3	3,6	4,0	5,4	-7,7	-28,1
	Złoto	3330,0	0,6	-2,9	-0,4	39,3	93,7

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

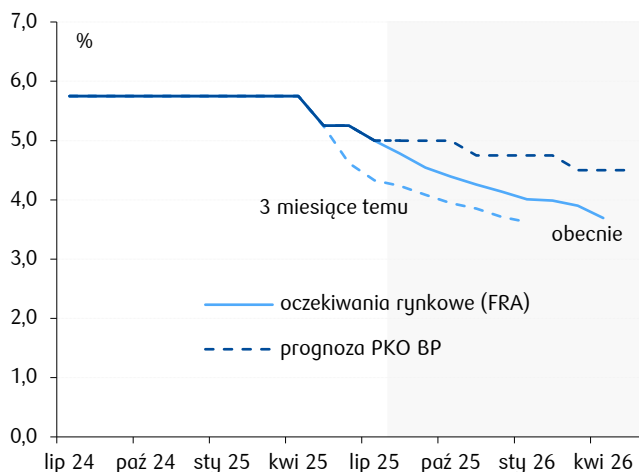
Notowania złotego wobec głównych walut



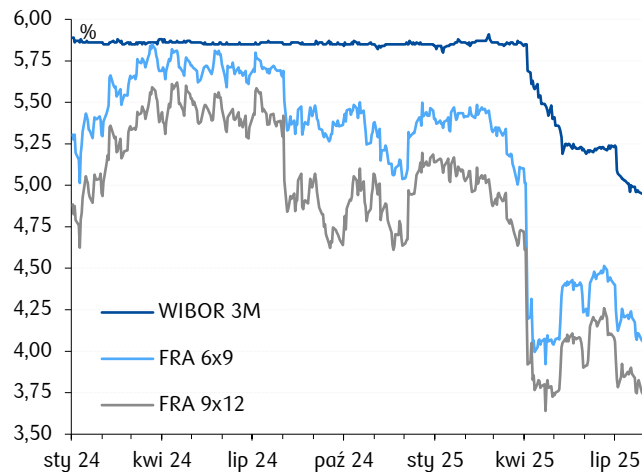
Rentowności polskich obligacji skarbowych



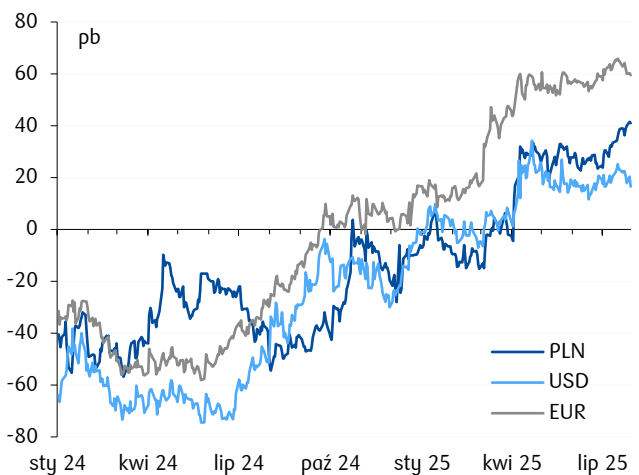
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



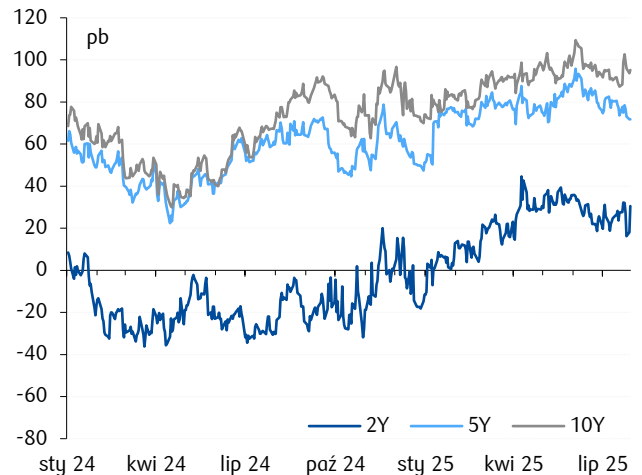
Krótkoterminowe stopy procentowe



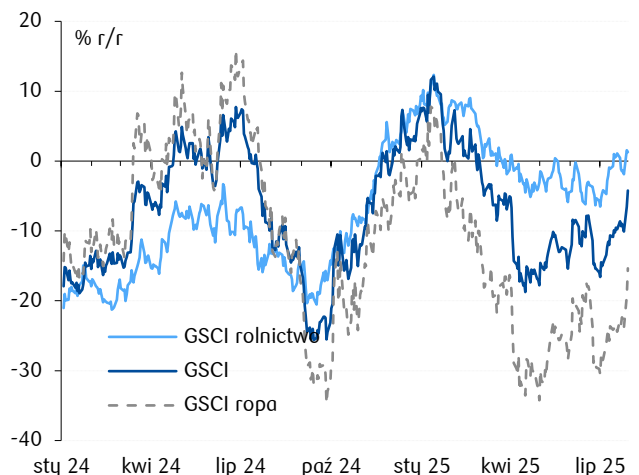
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



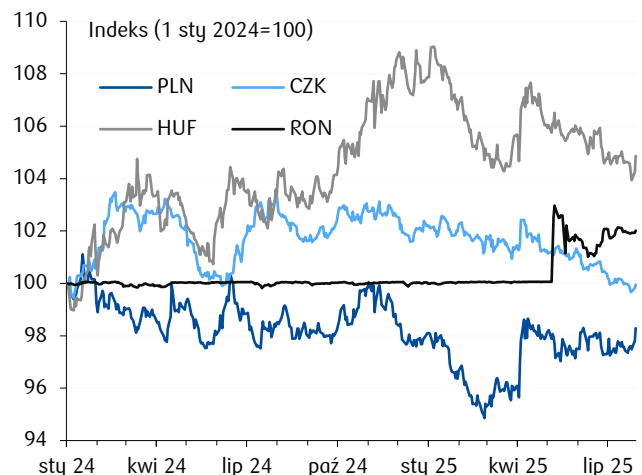
Spread asset swap dla PLN



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.

