

Kolejny dzień zero dla ceł D.Trumpa

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Miniony dzień na Wall Street zaczął się od wzrostów napędzanych bardzo dobrymi wynikami kwartalnymi Microsoftu i Mety. Mieszane dane z amerykańskiej gospodarki (nieco wyższa od oczekiwań inflacja PCE i niezbyt imponujący wzrost wydatków konsumentów) nieco schłodziły nastroje. Dolar kontynuował umocnienie względem euro. Rentowności obligacji na rynkach bazowych lekko spadały. Wyższe od oczekiwań wstępne dane o krajowej inflacji CPI zmniejszyły rynkowe wyceny agresywnych obniżek stóp NBP i spowodowały wzrosty rentowności SPW. Złoty pozostawał względnie stabilny wobec głównych walut.
- **Dzisiaj opublikowane zostaną istotne dane za lipiec. Będzie to raport NFP z amerykańskiego rynku pracy oraz wstępny szacunek inflacji HICP ze strefy euro. Ponadto poznamy wskaźnik koniunktury PMI w krajowym przetwórstwie i finalne indeksy PMI z głównych gospodarek.**
- **W raporcie NFP oczekujemy spowolnienia wzrostu zatrudnienia w sektorze pozarolniczym do 128 tys. ze 147 tys. w czerwcu. Konsensus jest mniej optymistyczny i zakłada zwiększenie liczby pracujących o 101 tys. Ponadto oczekiwany jest marginalny wzrost stopy bezrobocia w lipcu do 4,2% z 4,1% w czerwcu oraz symboliczne przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń do 3,8% r/r z 3,7% r/r w czerwcu.**
- **Inflacja HICP w strefie euro w lipcu według prognoz obniżyła się do 1,9% r/r z 2,0% r/r w czerwcu. Te oczekiwania zostały wczoraj wzmocnione przez minimalnie niższe od oczekiwań dane o inflacji HICP z Niemiec.**
- **Zakładamy, że krajowy wskaźnik PMI dla przetwórstwa w lipcu wzrósł do 45,7 pkt., przerywając zaskakująco silne spadki z poprzednich dwóch miesięcy. Nastroje polskich firm (zwłaszcza eksportowych) mogą poprawić coraz lepsze oceny koniunktury ze strefy euro. Według wstępnych szacunków w lipcu przetwórcze indeksy PMI w głównych gospodarkach kształtowały się tylko marginalnie poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. (przy lekkim wzroście względem czerwca w strefie euro i spadku w USA).**
- **Dziś wejdą w życie wyższe stawki celne dla partnerów handlowych USA, z którymi nie udało się osiągnąć porozumienia. Dotychczas zawarto porozumienia z Japonią (stawka 15% vs 24% ogłoszone w „dniu wyzwolenia”)**

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

@PKO_Research

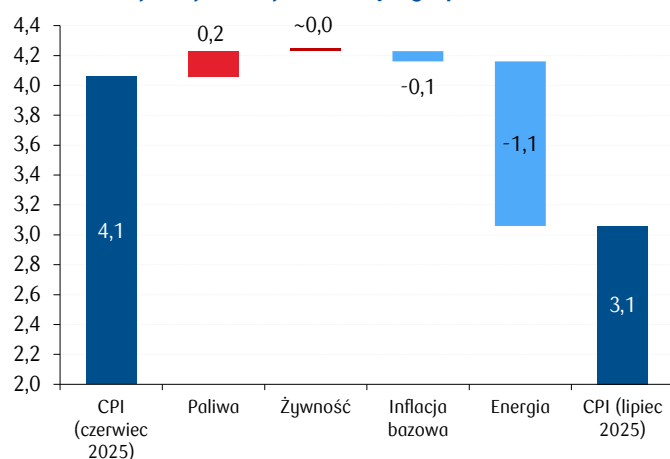
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-07-31	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2738	0,0
USDPLN	3,7340	0,3
CHFPLN	4,5983	0,2
GBPPLN	4,9476	-0,3
EURUSD	1,1446	-0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,43	11
PL5Y	4,93	8
PL10Y	5,50	5
DE10Y	2,69	-1
US10Y	4,36	-1
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 885,5	-0,9
DAX	24 065,5	-0,8
S&P500	6 339,4	-0,4
Nikkej**	40 835,7	-0,6
Shanghai Comp.**	3 566,6	-0,2
Surowce:		
Złoto	3296,03	-0,1
Ropa Brent	72,53	-1,0

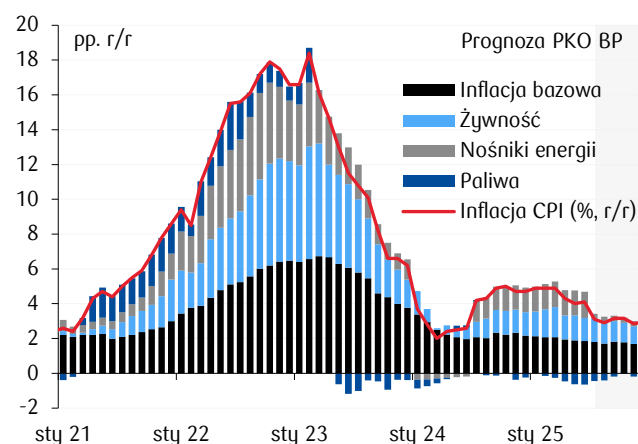
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Zmiana krajowej inflacji CPI między lipcem a czerwcem 2025



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Krajowa inflacja CPI z prognozą

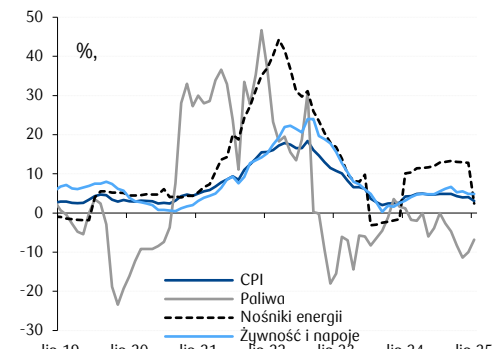


oraz z UE i Koreą Południową (stawki 15%). Do porozumienia doszło też z Pakistanem, a rozmowy z Tajlandią i Kambodżą są w toku. W tym tygodniu D.Trump poinformował, że USA 1 sierpnia nałożą 25% cło na towary importowane z Indii. Negocjacje z Chinami toczą się osobnym torem i mogą potrwać dłużej (Chiny potwierdziły gotowość do utrzymania w zawieszeniu podwyższonych ceł, podczas gdy Prezydent D.Trump podejmie decyzję w ciągu dwóch tygodni) - przeprowadzona w tym tygodniu trzecia runda negocjacji handlowych między USA a Chinami nie przyniosła porozumienia.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

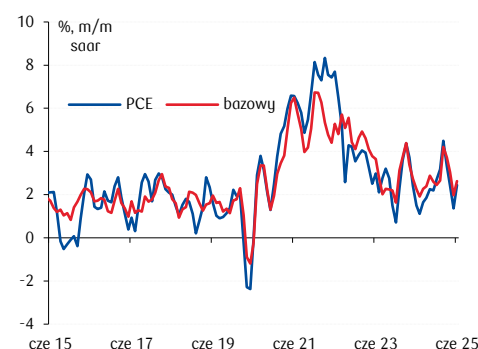
- POL:** Według wstępnego szacunku GUS inflacja CPI w lipcu obniżyła się do 3,1% r/r z 4,1% r/r w czerwcu i przebiła nasze oraz rynkowe oczekiwania (kons.: 2,8% r/r, PKOe: 2,9% r/r). Głównym źródłem zaskoczenia był silniejszy niż wskazywały notowania rynkowe wzrost cen paliw. Szacujemy, że inflacja bazowa mogła ukształtować się w okolicy 3,3% r/r, co oznaczałoby nieznaczny spadek względem czerwca (3,4% r/r). Spodziewamy się, że do końca 2025 inflacja bazowa może jeszcze nieznacznie spaść, ale będzie utrzymywać się powyżej 3% r/r. Więcej w Makro Flashu: [Powrót inflacji do przedziału odchyłeń od celu](#).
- USA:** Deflator PCE w czerwcu wyniósł 0,3% m/m, zgodnie z oczekiwaniami, jednak w związku z korektą w górę (+0,1pp) danych za maj inflacja PCE okazała się wyższa od oczekiwań i wyniosła 2,6% r/r (kons.: 2,5% r/r). Rewizja w górę dotyczyła bazowej miary PCE, która finalnie w maju wyniosła 2,8% r/r i na tym poziomie utrzymała się też w czerwcu. Postęp w ograniczaniu preferowanej przez Fed miary inflacji praktycznie zamarł, ale dane nie wskazują też na przyspieszenie bieżącego impetu wzrostu cen konsumpcyjnych. W zestawieniu z relatywnie słabym popytem konsumpcyjnym (patrz poniżej) dane nie wykluczają obniżki stóp na kolejnym posiedzeniu FOMC, zwłaszcza, że do tego czasu Komitet pozna jeszcze dane o procesach cenowych w lipcu.
- USA:** Dochody i wydatki konsumentów w czerwcu wzrosły po 0,3% m/m. Dane były niemal zgodne z oczekiwaniami i potwierdziły delikatne odbicie po spadku dochodów i stabilizacji wydatków w maju. Wzrost wydatków w czerwcu koncentrował się na zakupach dóbr nietrwałych. Zakupy dóbr trwałych spadły trzeci miesiąc z rzędu – to najdłuższy okres spadków od 2021. Jednocześnie dynamika wydatków na usługi pozostawała stłumiona. Dane mogą odzwierciedlać słabsze nastroje związane ze schłodzeniem na rynku pracy i niepewnością wynikającą z napięć w polityce handlowej.
- USA:** Liczba osób ubiegających się o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wyniosła 218 tys. - była nieco niższa niż prognozowano (kons.: 223 tys.) i praktycznie nie zmieniła się wobec poprzedniego tygodnia (217 tys.). Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłków wbrew oczekiwaniom nie wzrosła, jednak nie widać też oznak przełamania obserwowanej w ostatnich tygodniach delikatnej tendencji wzrostowej, sygnalizującej utrzymanie się trudności ze znalezieniem pracy.
- CHN:** Wskaźnik PMI w przetwórstwie w lipcu obniżył się do 49,5 pkt. z 50,4 pkt. w czerwcu, poniżej rynkowych oczekiwań (kons.: 50,2 pkt.). Tym samym wskaźnik spadł poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. sygnalizując kurczenie się aktywności w chińskim przetwórstwie.
- GER:** Inflacja CPI w lipcu wyniosła 2,0% r/r, zgodnie z oczekiwaniami utrzymując czerwcowy poziom. W ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,3%. Inflacja bazowa (bez żywności i energii) pozostała na poziomie 2,7% r/r. Wzrost cen mierzony indeksem HICP spowolnił w lipcu wg wstępnych danych do 1,8% r/r (kons.: 1,9% r/r) z 2,0% r/r w czerwcu.
- USA:** Prezydent D.Trump poinformował o przedłużeniu o 90 dni zawieszenia wprowadzenia wyższych, 30% ceł na import z Meksyku. Oznacza to, że dalej

Główne niebazowe kategorie inflacji w Polsce



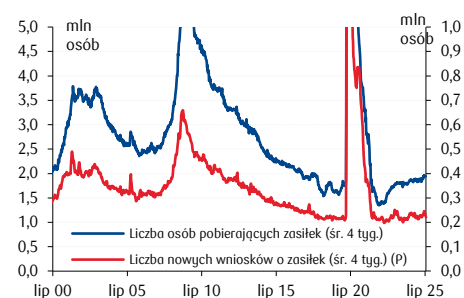
Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

Deflator PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

obowiązuje 25% podstawowa stawka celna (z wyłączeniem towarów objętych umową USMCA) oraz 50% cło na import stali, aluminium i miedzi. Ogłoszenie D.Trumpa nastąpiło kilka godzin przed planowanym wejściem w życie wyższych ceł.

- **USA:** D.Trump po raz kolejny zaatakował Przewodniczącego FOMC J.Powella za brak obniżek stóp procentowych twierdząc, że jest on nieudacznikiem, jest głupi i kieruje się względami politycznymi, a jego działania kosztują gospodarkę USA biliony dolarów.

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	--	--	978
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	0,0	0,0	--	0,1
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,4	2,5	--	2,4
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	0,0	0,2	--	0,0
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., rew.)	11:00	pkt.	-15,3	-14,7	--	-14,7
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip.)	11:00	pkt.	94,2	94,5	--	95,8
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,2	--	1,4
USA: Raport ADP (lip.)	14:15	tys.	-33	75	--	104
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	2,4	--	3,0
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,5	--	1,4
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50
Czwartek, 31 lipca						
JP: Posiedzenie BOJ	--	%	0,50	0,50	0,50	0,50
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	10:00	% r/r	4,1	2,8	2,9	3,1
GER: Inflacja CPI (lip., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,0	--	2,0
USA: Dochody Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	-0,4	0,3	--	0,3
USA: Wydatki Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	0,0	0,4	--	0,3
USA: Deflator PCE (cze.)	14:30	% r/r	2,5	2,5	--	2,6
USA: Inflacja bazowa PCE (cze.)	14:30	% r/r	2,8	2,7	--	2,8-
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	217	223	--	218
Piątek, 1 sierpnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lip.)	3:45	pkt.	50,4	50,2	--	49,5
POL: PMI w przetwórstwie (lip.)	9:00	pkt.	44,8	45,9	45,7	--
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	--	--

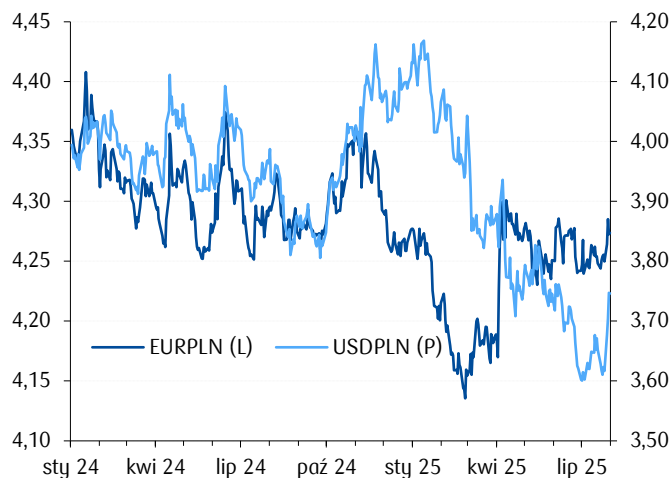
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

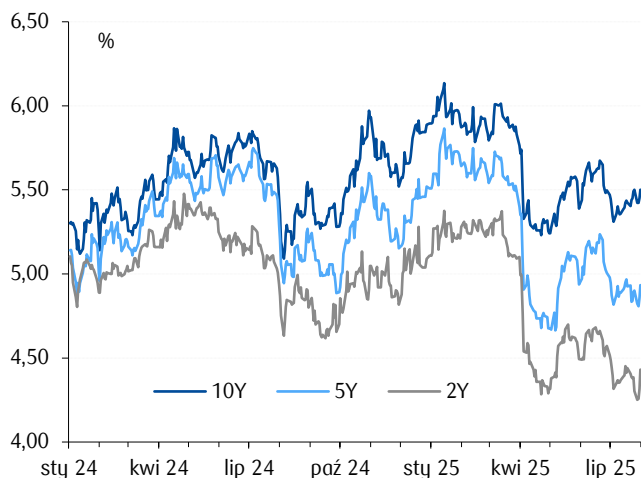
		Wartość 2025-07-31	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2738	0,0	0,4	0,8	-0,5	-10,2
	USDPLN	3,7340	0,3	3,2	3,5	-6,2	-20,4
	CHFPLN	4,5983	0,2	1,1	1,5	1,0	-6,2
	GBPPLN	4,9476	-0,3	1,1	0,4	-2,6	-13,0
	EURUSD	1,1446	-0,3	-2,7	-2,6	6,1	12,7
	EURCHF	0,9294	-0,2	-0,6	-0,7	-1,5	-4,3
	GBPUSD	1,3234	-0,4	-2,3	-3,0	3,4	9,1
	USDJPY	150,50	1,0	2,5	3,7	0,3	11,9
	EURCZK	24,59	-0,1	0,2	-0,1	-3,1	0,1
	EURHUF	399,70	0,0	0,5	0,2	0,9	-1,3
Obligacje	PL2Y	4,43	11	5	3	-44	-255
	PL5Y	4,93	8	4	9	-27	-129
	PL10Y	5,50	5	1	16	15	-31
	DE2Y	1,95	1	3	11	-52	172
	DE5Y	2,29	0	2	15	12	179
	DE10Y	2,69	-1	0	11	44	189
	US2Y	3,94	1	2	6	-22	107
	US5Y	3,96	0	-1	2	10	125
	US10Y	4,36	-1	-5	2	37	168
Akcje	WIG	107 885,5	-0,9	-0,7	1,6	30,1	102,3
	WIG20	2 950,4	-1,1	-0,6	2,2	24,2	77,0
	S&P500	6 339,4	-0,4	-0,4	1,0	16,4	55,7
	NASDAQ100	23 218,1	-0,5	0,0	1,5	22,9	82,6
	Shanghai Composite**	3 564,0	-0,3	-1,2	3,0	21,5	8,6
	Nikkei**	40 831,6	-0,6	-2,4	2,6	7,1	46,8
	DAX	24 065,5	-0,8	-0,9	0,5	33,1	81,2
	VIX	17,96	0,3	-0,7	-10,6	0,6	-24,1
Surowce	Ropa Brent	72,5	-1,0	4,8	5,4	-8,8	-32,3
	Ropa WTI	70,4	-1,0	4,8	3,3	-9,5	-29,1
	Złoto	3296,0	-0,1	-2,2	-0,9	34,7	88,0

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

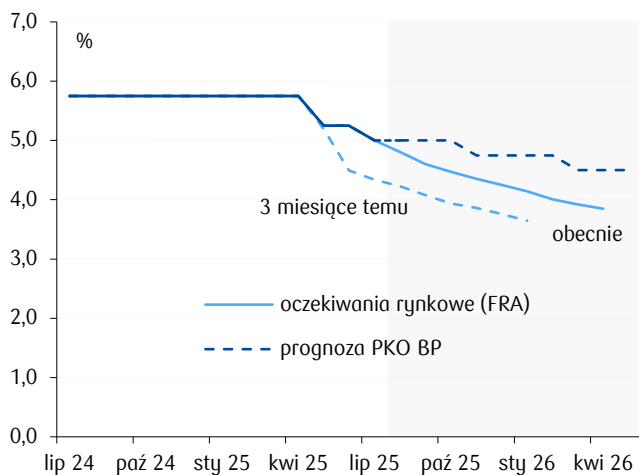
Notowania złotego wobec głównych walut



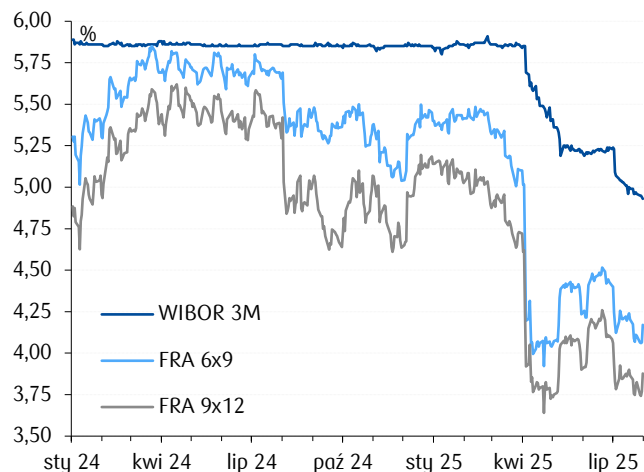
Rentowności polskich obligacji skarbowych



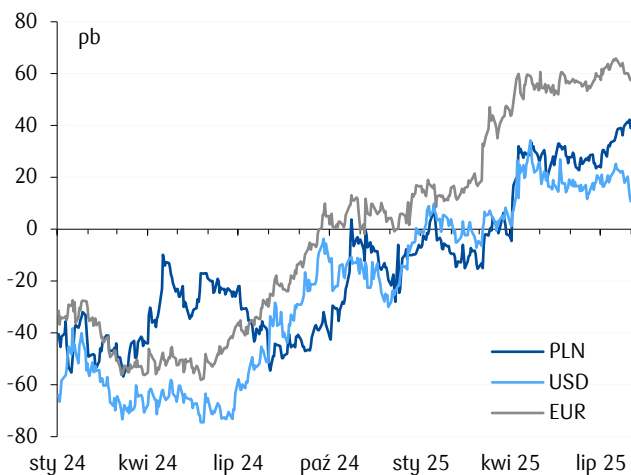
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



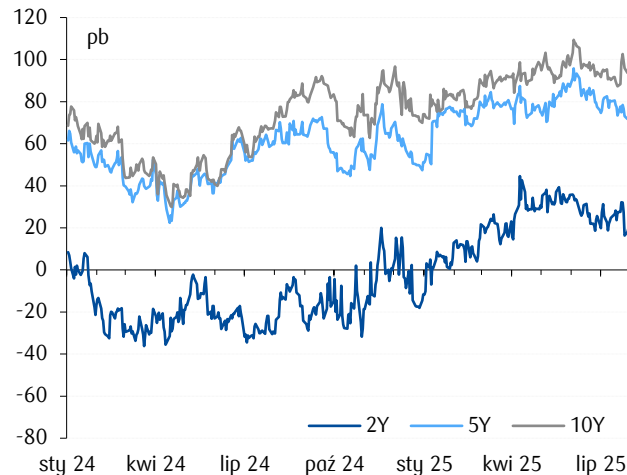
Krótkoterminowe stopy procentowe



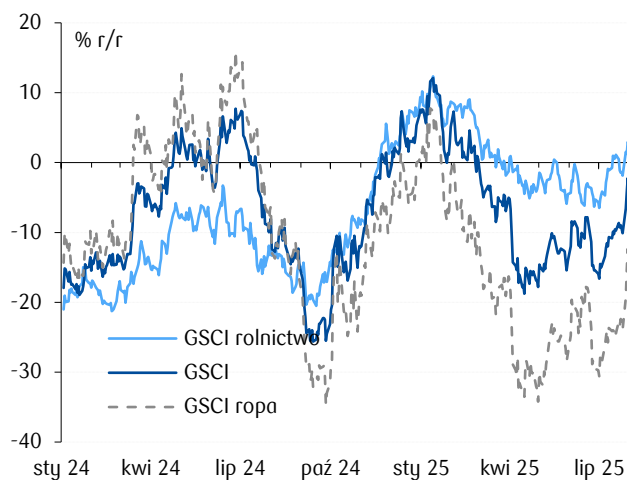
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



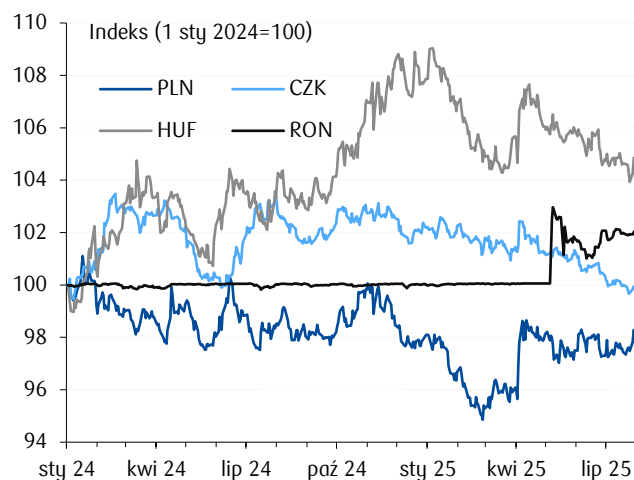
Spread asset swap dla PLN



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.

