

## Globalny handel towarami jednak na plusie w 2025

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Brak istotnych globalnie impulsów i oczekiwanie na kluczową publikację, jaką jest dzisiejsza inflacja z USA, spowodowały, że indeksy akcji kształtowały się wczoraj blisko historycznych maksimów. Rentowności amerykańskich *Treasuries* nieznacznie spadły, w tym 10-letnich o 1pb. Dolar umacniał się względem głównych walut, w tym para EURUSD znalazła się nieco poniżej poziomu 1,16. Złoty osłabiał się, w szczególności wobec dolara – kurs USDPLN przebił poziom 3,67 a EURPLN wzrósł w okolice 4,26. Rentowności krajowych obligacji o dwuletnim tenorze wzrosły o 8pb, a nieznacznie spadki odnotowano na długim końcu krzywej.
- **Globalnie najistotniejszą publikacją będzie dziś amerykańska inflacja CPI za lipiec**, która – zgodnie z naszymi prognozami i konsensusem – ma wzrosnąć do 2,8% r/r z 2,7% r/r w czerwcu. Dodatni wkład do wzrostu inflacji możemy zobaczyć w towarach związanych z wyposażeniem mieszkania i rekreacją, co odzwierciedlałoby oddziaływanie wyższych cen. Choć cła nie obejmują usług, bieżący impet cen w tej kategorii może być wskaźnikiem tego na ile trwałym szokiem są podwyżki stawek celnych. Konsensus oczekuje, że inflacja bazowa wzrośnie w okolice 3% r/r z 2,8% r/r w czerwcu.
- **W Europie uwagę przyciągnie publikacja indeksu ZEW**, który według konsensusu pokaże pogorszenie nastrojów w Niemczech.
- W regionie opublikowana zostanie inflacja CPI, która według oczekiwań w lipcu przyspieszyła do ok. 6,5% r/r. Naszym zdaniem znacznie ciekawsza będzie jednak publikacja najnowszego Raportu o inflacji Banku Rumunii.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA/CHN:** Prezydent D.Trump podpisał rozporządzenie, które przedłuży o kolejne 90 dni obowiązywanie niższych, 30-procentowych ceł na produkty z Chin (stawka 145% pozostaje zawieszona). Ponadto D.Trump zgodził się na eksport do Chin chipów AI NVIDIA i AMD (H20 NVIDIA i MI308, które prezydent USA określił mianem „przestarzałych”) w zamian za wpłatę do amerykańskiego budżetu 15% przychodów z ich sprzedaży.
- **ŚWIAT:** Według prognoz Światowej Organizacji Handlu (WTO) globalny handel towarami wzrośnie w tym roku o 0,9%, co oznacza znaczną rewizję w górę prognozy, która jeszcze w kwietniu pokazywała spadek o 0,2%.

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

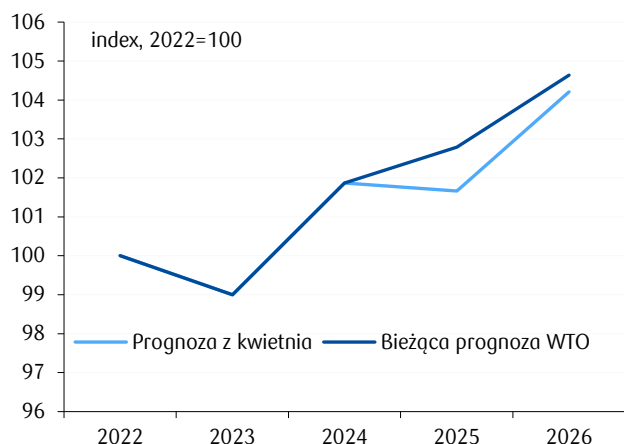
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-08-11	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2589	0,3
USDPLN	3,6724	0,8
CHFPLN	4,5191	0,1
GBPPLN	4,9237	0,4
EURUSD	1,1597	-0,5
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,33	8
PL5Y	4,80	-1
PL10Y	5,41	-1
DE10Y	2,70	1
US10Y	4,28	-1
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	110 092,8	-0,7
DAX	24 081,3	-0,3
S&P500	6 373,5	-0,3
Nikkei**	42 987,5	2,8
Shanghai Comp.**	3 666,3	0,5
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3346,22	-1,3
Ropa Brent	66,63	0,1

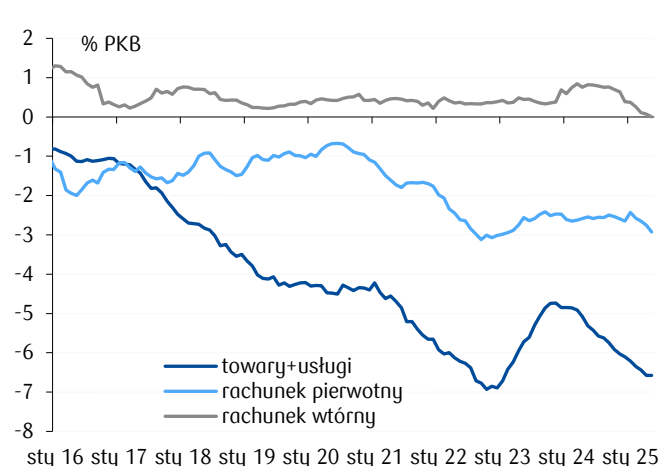
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Prognoza WTO wolumenu handlu światowego



Źródło: WTO, Macrobond, PKO Bank Polski.

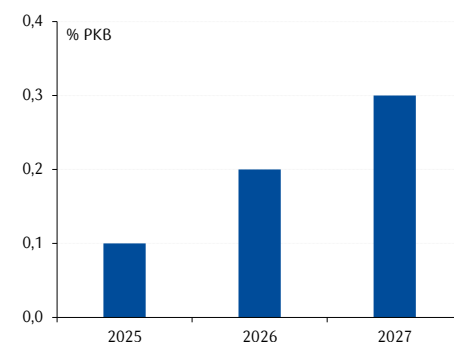
### Składowe rachunki obrotów bieżących w Rumunii



Źródłem rewizji był przede wszystkim wzrost przezornościowego importu (tzw. frontloading) do USA, ale także lepsze niż zakładano perspektywy dla gospodarki światowej (związane m.in. z deprecjacją dolara oraz spadkiem cen ropy). Jednocześnie dynamika światowego handlu będzie znacznie niższa niż oczekiwano przed wprowadzeniem wyższych ceł w USA (2,7%). W 2026 wzrost wolumenu światowego handlu przyspieszy do 1,8% (vs 2,5% w scenariuszu z kwietnia). WTO oczekuje, że gospodarki azjatyckie będą głównym motorem wzrostu globalnej wymiany handlowej, przy negatywnej kontrybucji ze strony Ameryki Północnej (import w tym regionie ma spaść o 8,3% w 2025 oraz o 2,4% w 2026). W nowej prognozie wkład Europy do wzrostu globalnego handlu jest nieznacznie ujemny (wcześniej nieznacznie dodatni).

- **ROM:** Deficyt w handlu towarami po czerwcu wyniósł 2,4 mld EUR i był najpłytszym odnotowanym w 2025. Eksport wzrósł o 6,3% r/r, a jego dynamika znacznie przewyższała wzrost importu (0,6% r/r). W 1h25 eksport wzrósł o 3,1% r/r, a dodatnia dynamika dotyczyła większości kategorii, w tym o 2,9% r/r wzrosła zagraniczna sprzedaż maszyn i sprzętu transportowego, które odpowiadały za blisko połowę eksportu. Kolejne miesiące mogą przynieść poprawę salda w handlu towarowym, ze względu na hamowanie importu w związku z zacieśnieniem fiskalnym.
- **EUR:** Według [analizy](#) zawartej w najnowszym biuletynie EBC efekt fiskalny zwiększenia wydatków wojskowych w strefie euro (zgodnie ze zobowiązaniem z czerwcowego szczytu NATO) będzie równy 0,6% PKB (łącznie w okresie 2025-2027). W strukturze nowych wydatków obronnych, ponad połowa to konsumpcja rządowa, przede wszystkim dóbr pośrednich, 15% to wydatki osobowe, a 40% inwestycje. Według szacunków wydatki na obronność podbiją wzrost PKB strefy euro o 0,1pp rocznie w okresie 2026-2027, przy niskim wpływie w bieżącym roku. Efekt ten będzie zróżnicowany pomiędzy poszczególnymi krajami strefy euro, kształtując się w przedziale od 0,06pp do 0,12pp, a niższe szacunki dotyczą w szczególności tych państw, gdzie wydatki zbrojeniowe: a) są częściowo finansowane przez ograniczanie innych wydatków zamiast wzrostu zadłużenia; b) charakteryzują się relatywnie wyższą importochłonnością w porównaniu do pozostałych wydatków rządowych. Wpływ na inflację ma być ograniczony, ze względu na słabe powiązanie wydatków obronnych z cenami kategorii, które są uwzględniane w koszyku HICP. Głównym kanałem oddziaływania na ceny będą efekty pośrednie związane z wyższym popytem wewnętrznym i poziomem płac.
- **POL:** Według PFR wartość aktywów zgromadzonych w PPK przekroczyła poziom 40 mld PLN, a tylko w pierwszych ośmiu miesiącach 2025 wartość ta wzrosła o 10 mld PLN (z 30,24 mld PLN na koniec 2024).
- **POL:** Opublikowany wczoraj prezydencki projekt nowelizacji ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych zakłada podniesienie proggu podatkowego ze 120 tys. PLN do 140 tys. PLN oraz wprowadzenie zerowej stawki PIT dla dochodu do 140 tys. w przypadku rodziców co najmniej dwójki dzieci. Projekt obejmuje też zmiany innych ustaw podatkowych, m.in. zawiera propozycję, by podatnicy CIT, których średnioroczne przychody za ostatnie trzy lata przekraczają 5 mld PLN podlegali kontroli celno-skarbowej w zakresie cen transferowych przynajmniej raz na trzy lata. Do projektu nie dołączono oceny skutków regulacji, nie wskazując jaki byłby koszt proponowanych rozwiązań.

Szacunki EBC dot. wielkości nowych wydatków obronnych w strefie euro



Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 8 sierpnia</b>						
HUN: Inflacja CPI (lip.)	08:30	% r/r	4,6	4,1	4,1	4,3
CZE: Stopa bezrobocia (lip.)	10:00	%	4,2	4,4	4,2	4,4
ROM: Posiedzenie banku centralnego (sie.)	--	%	6,5	6,5	6,5	6,5
<b>Poniedziałek, 11 sierpnia</b>						
ROM: Saldo handlowe (cze.)	8:00	Mld EUR	-2,7262	--	--	-2,3736
<b>Wtorek, 12 sierpnia</b>						
ROM: Wynagrodzenie (cze.)	8:00	% r/r	7,6	--	--	--
ROM: Inflacja CPI (lip.)	8:00	% r/r	5,66	6,35	6,6	--
GER: Indeks instytutu ZEW (sie.)	11:00	pkt.	52,7	39,5	--	--
USA: Inflacja CPI (lip.)	14:30	% r/r	2,7	2,8	2,8	--
USA: Inflacja bazowa (lip.)	14:30	% r/r	2,9	3,0	--	--
<b>Środa, 13 sierpnia</b>						
GER: Inflacja CPI (lip., rew.)	8:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
GER: Inflacja HICP (lip., rew.)	8:00	% r/r	2,0	1,8	--	--
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	3,2	3,4	3,5	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	10:00	mld CZK	-5,83	-20,90	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	14:00	mld EUR	-1,74	-1,08	-1,31	--
POL: Eksport (cze.)	14:00	% r/r	4,2	1,1	2,2	--
POL: Import (cze.)	14:00	% r/r	5,2	3,5	4,5	--
<b>Czwartek, 14 sierpnia</b>						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,7	--	--
ROM: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:00	% r/r	3,7	--	--	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (sie.)	10:00	%	4,25	4,25	4,25	--
POL: Inflacja CPI (lip., rew.)	10:00	% r/r	4,1	3,1	3,1	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (cze.)	11:00	% r/r	3,7	2,0	--	--
USA: Inflacja PPI (lip.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	226	225	--	--
<b>Piątek, 15 sierpnia</b>						
USA: Sprzedaż detaliczna (lip.)	14:30	% m/m	0,6	0,5	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lip.)	14:30	%, m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (lip.)	15:15	% m/m	0,3	0,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., wst.)	16:00	pkt.	61,7	62,0	--	--

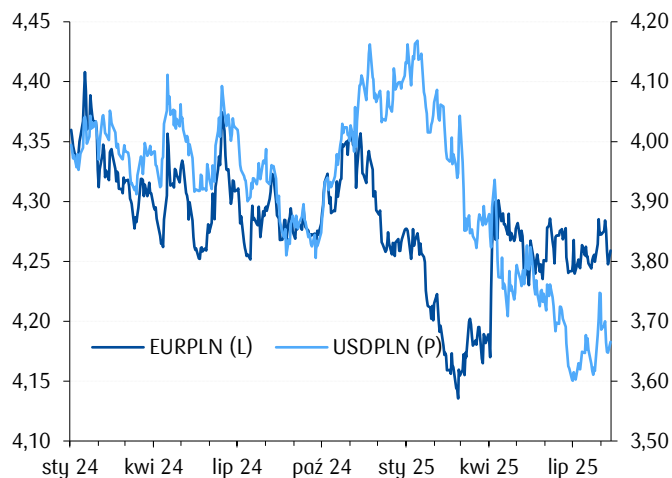
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

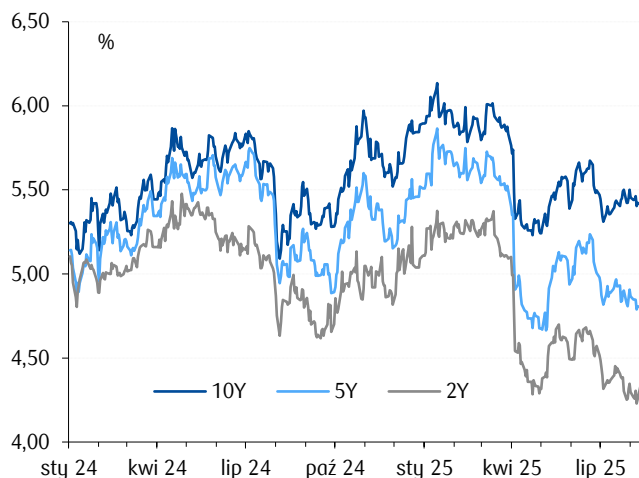
		Wartość 2025-08-11	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2589	0,3	-0,4	0,1	-1,0	-9,5
	USDPLN	3,6724	0,8	-0,7	0,8	-6,7	-20,2
	CHFPLN	4,5191	0,1	-1,2	-1,1	-0,3	-6,4
	GBPPLN	4,9237	0,4	0,3	0,5	-2,1	-11,5
	EURUSD	1,1597	-0,5	0,3	-0,7	6,1	13,5
	EURCHF	0,9425	0,1	0,8	1,2	-0,7	-3,3
	GBPUSD	1,3408	-0,2	0,9	-0,3	4,9	10,6
	USDJPY	148,06	0,2	0,6	0,4	0,1	9,9
	EURCZK	24,47	0,1	-0,5	-0,8	-2,8	-0,2
	EURHUF	395,68	0,1	-0,8	-1,1	0,4	0,6
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,33	8	6	-6	-50	-236
	PL5Y	4,80	-1	-5	-11	-26	-116
	PL10Y	5,41	-1	-3	3	16	-9
	DE2Y	1,97	1	8	9	-43	153
	DE5Y	2,29	1	7	1	16	162
	DE10Y	2,70	1	7	-3	47	180
	US2Y	3,76	0	7	-14	-25	55
	US5Y	3,83	0	8	-16	8	92
	US10Y	4,28	-1	8	-15	37	151
<b>Akcje</b>	WIG	110 092,8	-0,7	3,3	4,2	34,2	100,1
	WIG20	2 994,4	-0,9	4,0	4,0	28,2	76,6
	S&P500	6 373,5	-0,3	0,7	1,7	19,3	53,9
	NASDAQ100	23 526,6	-0,4	1,5	2,9	26,9	78,8
	Shanghai Composite**	3 666,3	0,5	2,3	4,2	28,3	13,3
	Nikkei**	42 980,3	2,8	6,7	8,9	22,7	52,1
	DAX	24 081,3	-0,3	1,4	-0,3	35,8	75,9
	VIX	19,30	0,7	-3,4	-0,9	2,5	-22,4
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	66,6	0,1	-3,1	-3,7	-19,0	-31,1
	Ropa WTI	65,0	0,1	-3,4	-4,6	-20,2	-30,5
	Złoto	3346,2	-1,3	-0,8	-0,1	36,1	87,3

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

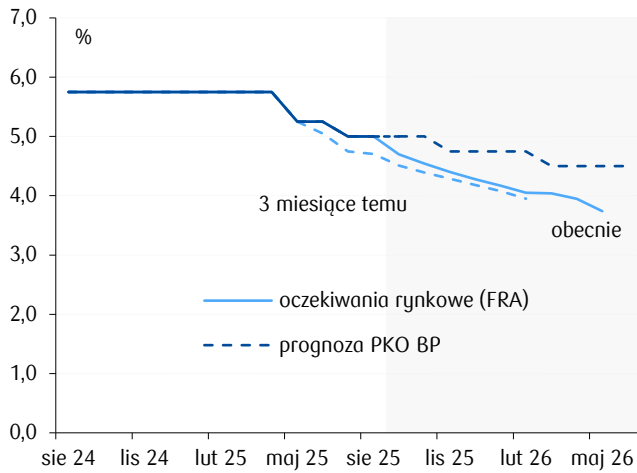
### Notowania złotego wobec głównych walut



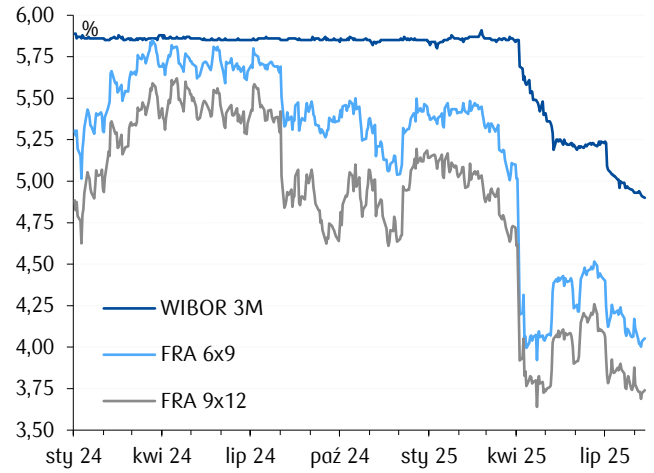
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



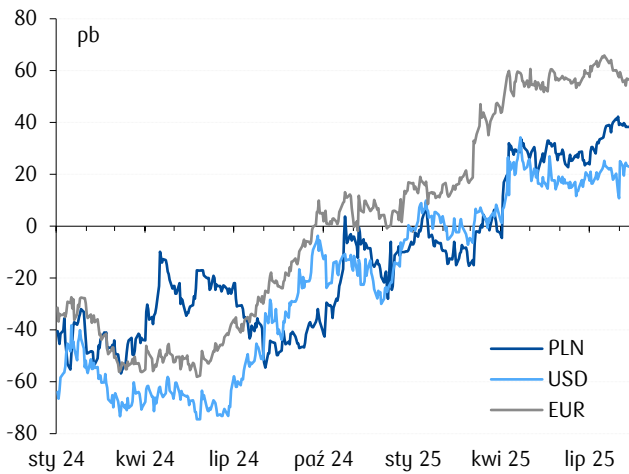
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



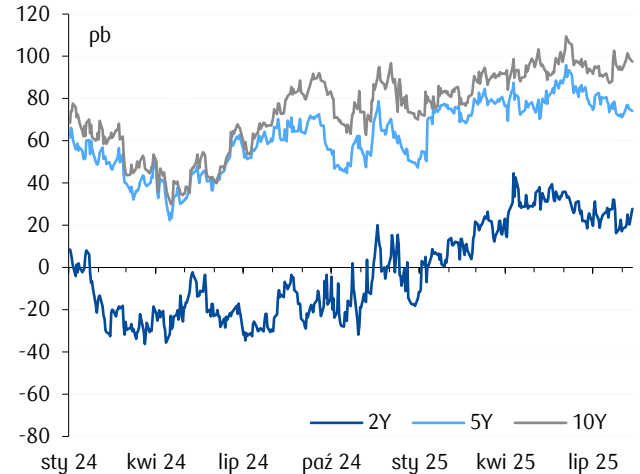
### Krótkoterminowe stopy procentowe



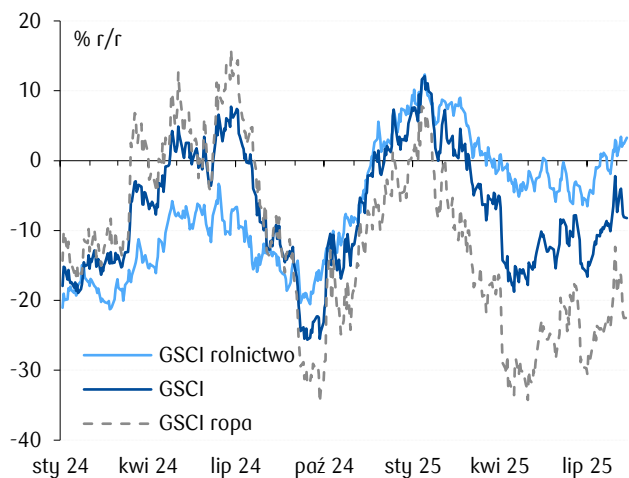
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



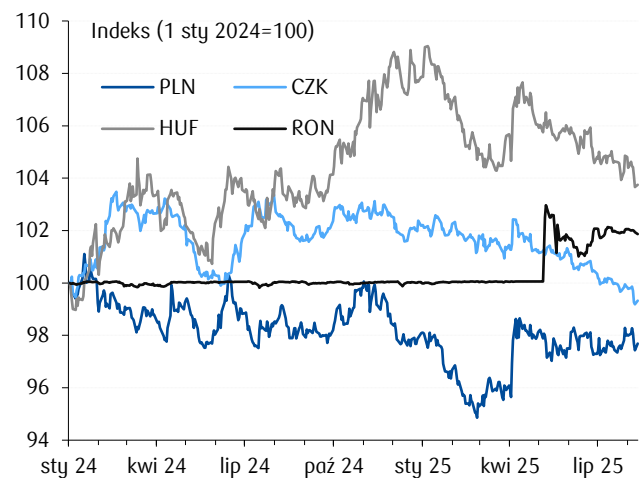
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

