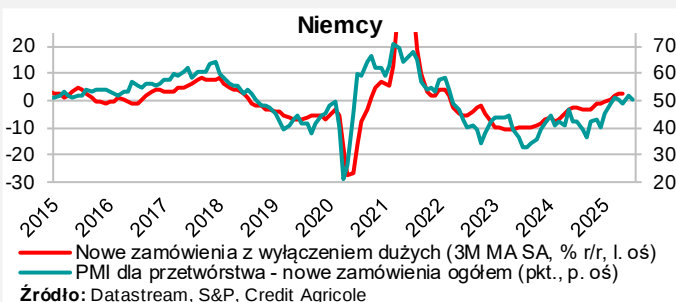


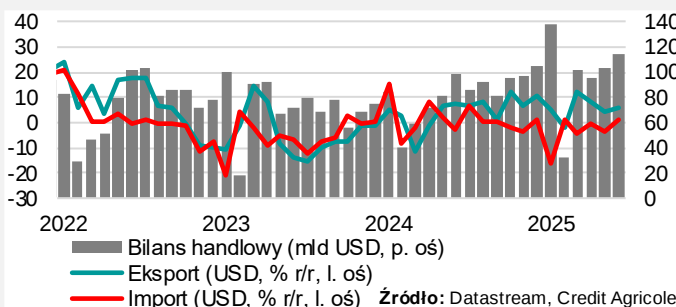
W tym tygodniu

Negocjacje handlowe pomiędzy USA i niektórymi państwami wciąż trwają. Uważamy jednak, że osiągnięte w ciągu ostatnich dwóch tygodni porozumienia handlowe oraz ogłoszenie dodatkowych 90 dni na finalizację negocjacji pomiędzy USA i Chinami zmieniają obraz sytuacji. W rezultacie znaczenie polityki celnej USA jako kluczowego czynnika kształtującego nastroje rynkowe zaczyna schodzić na dalszy plan. Nowe stawki celne dla głównych gospodarek Azji zostały ustalone na poziomie 15-25%, wyraźnie niższym niż D. Trump pierwotnie zakomunikował w kwietniu, co rynek odebrał jako sygnał deeskalacji napięć. W ramach ogłoszonego dwa tygodnie temu porozumienia handlowego pomiędzy UE a USA ustanowiono stawkę celną na unijny eksport towarów do USA w wysokości 15% (poniżej analizujemy wpływ tej decyzji na sytuację gospodarczą w Polsce). W krótkim terminie będzie utrzymywała się wciąż lekka niepewność, gdyż szczegóły umów nie zostały jeszcze ujawnione, a niektóre państwa – w tym Indie i Tajwan – wciąż negocjują kwestie sektorowe. Przedłużenie rozmów na linii USA-Chiny w zakresie polityki celnej oznacza naszym zdaniem, że wpływ zmian cel na globalne nastroje rynkowe będzie stopniowo słabnąć.

W tym tygodniu zostaną opublikowane dane z niemieckiej gospodarki. W środę poznamy dane dotyczące nowych zamówień w przemyśle. Zgodnie z konsensem rynkowym, ich dynamika zwiększyła się do 1,0% m/m w czerwcu wobec -1,4% w maju. Z kolei w czwartek poznamy dane o produkcji przemysłowej. Zgodnie z konsensem rynkowym jej miesięczna dynamika zmniejszyła się do -0,5% w czerwcu wobec 1, 2% w maju. W czwartek opublikowane zostaną również dane o niemieckim handlu zagranicznym, którego saldo według konsensusu rynkowego zmniejszyło się w czerwcu do 18,2 mld EUR wobec 18,4 mld EUR w maju. Czerwcowe dane będą spójne z lekką poprawą koniunktury w niemieckim przetwórstwie sygnalizowaną przez indeksy PMI. Uważamy, że dane z Niemiec będą neutralne dla rynków finansowych.



W czwartek opublikowane zostaną dane dotyczące handlu zagranicznego w Chinach. Zgodnie z konsensem rynkowym, saldo bilansu handlowego spadło w lipcu do 103,4 mld USD wobec 114,8 mld USD w czerwcu. Rynek oczekuje, że dynamika importu obniżyła się w lipcu do -1,0% r/r wobec 1,1% w czerwcu, podczas gdy dynamika eksportu zmniejszyła się do 5,0% r/r w lipcu wobec 5,8% w czerwcu, co oznacza dalsze wyhamowanie aktywności w handlu zagranicznym po zaostreniu polityki celnej na linii USA-Chiny. Dane z Chin będą w naszej ocenie neutralne dla rynków finansowych.



W zeszłym tygodniu

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem inflacja CPI w Polsce spadła w lipcu do 3,1% r/r wobec 4,1% w czerwcu, kształtując się wyraźnie powyżej konsensusu rynkowego zgodnego z naszą prognozą (2,9%). GUS opublikował częściowe dane nt. struktury inflacji zawierające informacje o tempie wzrostu cen w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „nośniki energii” oraz „paliwa”. Głównym źródłem spadku inflacji była niższa dynamika cen w kategorii „nośniki energii” (2,4% r/r w lipcu wobec 12,8% w czerwcu), co wynikało z efektów wysokiej bazy sprzed roku związanych z odmrożeniem cen gazu i prądu w lipcu 2024 r. (por. MAKROpuls z 14.08.2024). Do spadku inflacji przyczyniło się również zmniejszenie inflacji bazowej, która zgodnie z naszymi szacunkami obniżyła się w lipcu do 3,3% r/r wobec 3,4% w czerwcu. Szacujemy, że w ujęciu miesięcznym ceny bazowe zwiększyły się w lipcu o 0,3% m/m, a tym samym ich dynamika ukształtowała się powyżej wzorca sezonowego (0,1% m/m), co wskazuje na utrzymującą się podwyższoną presję inflacyjną. W kierunku wzrostu inflacji oddziaływała natomiast wyższa dynamika cen w kategorii „paliwa” (-6,8% wobec -10,0%), podczas gdy dynamika cen w kategorii „żywność i napoje bezalkoholowe” nie zmieniła się (4,9% zarówno w lipcu i w czerwcu). Wyższa od oczekiwań inflacja w lipcu z dużym prawdopodobieństwem sygnalizuje, że inflacja w całym III kw. br. ukształtuje się powyżej poziomu prognozowanego przez NBP w lipcowej projekcji inflacji (2,9% r/r). Ze względu na wyższy punkt startowy zrewidowaliśmy naszą średnioterminową prognozę inflacji w górę. Rewizja odzwierciedla głównie mniejsze od zakładanych efekty bazy po zakończeniu okresu zamrożenia cen energii oraz wyższą od oczekiwań inflację bazową. Oba czynniki będą działały w kierunku wyższej dynamiki CPI w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy. Dodatkowo skorygowaliśmy w górę ścieżkę cen paliw, uwzględniając obecną sytuację na rynku surowców energetycznych. Obecnie oczekujemy, że średnioroczna inflacja CPI wyniesie 3,7% w 2025 r. wobec 3,5% w poprzedniej prognozie, a w 2026 r. 2,9% wobec wcześniejszych 2,7%. W kontekście danych o inflacji oraz naszego scenariusza stóp procentowych na uwagę zasługuje ubiegłotygodniowa wypowiedź członka RPP L. Koteckiego. Stwierdził on, że we wrześniu możliwa jest kolejna obniżka stóp procentowych. Dał do zrozumienia, że w warunkach powrotu inflacji do celu i jednoczesnego obniżenia tempa wzrostu aktywności gospodarczej, pojawia się przestrzeń do dalszego złagodzenia polityki pieniężnej. Jego wypowiedź sygnalizuje ryzyko dla naszego scenariusza, zgodnie z którym z kolejną obniżką stóp procentowych RPP wstrzyma się do listopada br.

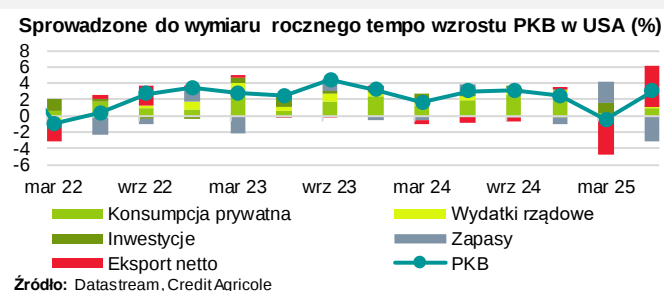
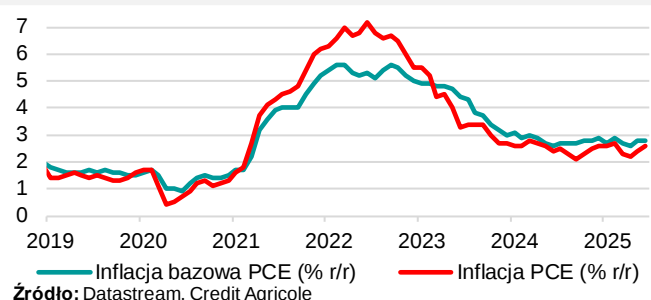
Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, inflacja w strefie euro nie zmieniła się w lipcu w porównaniu do czerwca i wyniosła 2,0%, kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku i lekko poniżej naszej prognozy (2,1%). Nie zmieniła się również inflacja bazowa, która podobnie jak w czerwcu ukształtowała się na poziomie 2,3%. W danych na uwagę zasługuje obniżająca się dynamika cen usług, której spadek został jednak skompensowany przez wyższą dynamikę cen towarów. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego spadku inflacji bazowej, jednak proces ten będzie powolny, a jej poziom zbliży się do 2% dopiero w I kw. 2026 r.

Zgodnie ze wstępnym szacunkiem, kwartalna dynamika PKB w strefie euro zmniejszyła się w II kw. do 0,1% wobec 0,6% w I kw. Tym samym ukształtowała się ona lekko powyżej konsensusu rynkowego (0,0%) i znacząco powyżej naszej prognozy (-0,3%). Roczna dynamika PKB obniżyła się w II kw. do 1,4% wobec 1,5% w I kw. Spośród największych gospodarek strefy euro spadek kwartalnej dynamiki PKB odnotowano w Niemczech (-0,1% kw/kw w II kw. wobec 0,4% w I kw., przy naszej prognozie równej -0,3%) oraz we Włoszech (-0,1% wobec 0,3%; 0,2%). Do jej zwiększenia doszło natomiast we Francji (0,3% wobec 0,1%; 0,1%) oraz w Hiszpanii (0,7% wobec 0,6%; 0,6%). Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane o PKB oraz napływające wyniki badań koniunktury w strefie euro wskazują na ryzyko w górę dla naszej prognozy, zgodnie z którą

średnioroczne tempo wzrostu PKB w strefie euro wzrosło w 2025 r. do 0,9% r/r wobec 0,8% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy istotne dane z amerykańskiej gospodarki. Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w lipcu o 73 tys. wobec wzrostu o 14 tys. w czerwcu (znacząca rewizja w dół ze 147 tys.) i ukształtowało się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (110 tys.) i naszej prognozy (105 tys.). Najsilniejszy wzrost zatrudnienia odnotowano w edukacji i służbie zdrowia (+79,0 tys.), w handlu detalicznym (15,7 tys.) oraz w usługach finansowych (+15,0 tys.). Z kolei do najsilniejszego spadku zatrudnienia doszło w działalności profesjonalnej i usługach biznesowych (-14,0 tys.),

przetwórstwie przemysłowym (-11,0 tys.) oraz w sektorze rządowym (+10,0 tys.). Jednocześnie stopa bezrobocia zwiększyła się w lipcu do 4,2% wobec 4,1% w czerwcu i ukształtowała się zgodnie z oczekiwaniami rynku równymi naszej prognozie. Nieznacznie zwiększyła się również dynamika wynagrodzenia godzinowego do 3,9% r/r w lipcu wobec 3,8% w czerwcu. Niepokojącym sygnałem jest to, że wzrostowi stopy bezrobocia towarzyszyło obniżenie współczynnika aktywności zawodowej do 62,2% w lipcu wobec 62,3% w czerwcu. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również dane o amerykańskim PKB. Zgodnie z pierwszym szacunkiem sprowadzona do wymiaru rocznego dynamika PKB w USA w II kw. zwiększyła się do 3,0% wobec -0,5% w I kw., kształtując się powyżej oczekiwań rynku (2,4%) oraz naszej prognozy (2,2%). Wyrazne zwiększenie dynamiki PKB wynikało przede wszystkim z wyższego wkładu eksportu netto. Warto zwrócić uwagę, że w I kw. eksport netto był głównym źródłem obniżenia dynamiki PKB. Wskazuje to, że realizacja części eksportu do USA w celu uniknięcia podwyższonych ceł została przesunięta z II kw. na I kw. Z tego powodu, ze względu na szum w danych, warto uśrednić tempo wzrostu w I i II kw. Takie podejście sugeruje wyraźnie spowolnienie tempa wzrostu aktywności w I poł. br. względem II poł. 2024 r., na co wskazuje również obniżenie dynamiki konsumpcji prywatnej oraz inwestycji. Inflacja PCE zwiększyła się w czerwcu do 2,6% r/r wobec 2,4% w maju (rewizja w górę z 2,3%), kształtując się zgodnie z oczekiwaniami rynku. Jednocześnie inflacja bazowa nie zmieniła się w czerwcu w porównaniu do maja i wyniosła 2,8% (przy czym wartość majowa została zrewidowana w górę z 2,7%). Jednocześnie odsezonowana miesięczna dynamika cen bazowych wzrosła w czerwcu do 0,3% wobec 0,2% w maju, wskazując że presja inflacyjna w amerykańskiej gospodarce pozostaje na podwyższonym poziomie. W ubiegłym tygodniu poznaliśmy również wyniki badań koniunktury w przetwórstwie. Indeks ISM zmniejszył się w lipcu do 48,0 pkt. wobec 49,0 pkt. w czerwcu, kształtując się poniżej oczekiwań rynku (49,5 pkt). Spadek indeksu wynikał z niższych wkładów 3 z 5 jego składowych (zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady jego składowych dla bieżącej produkcji i nowych zamówień. W ubiegłym tygodniu napłynęły również wyniki badań koniunktury konsumenckiej. Na jej lekką poprawę wskazał finalny indeks Uniwersytetu Michigan, zwiększył się w lipcu do 61,7 pkt. wobec 60,7 pkt. w czerwcu i 61,8 pkt. we wstępnym szacunku. Wzrost odnotował także indeks Conference Board, który zwiększył się w lipcu do 97,2 pkt. względem 95,2 pkt. w czerwcu, kształtując się powyżej oczekiwań rynku (95,5 pkt.). Wzrost



indeksu wynikał z wyższej składowej dla oczekiwań, podczas gdy przeciwny wpływ miała niższa składowa dla oceny bieżącej sytuacji. Opublikowane w ubiegłym tygodniu dane z amerykańskiej gospodarki stanowią wsparcie dla naszego scenariusza, zgodnie z którym w całym 2025 r. tempo wzrostu PKB w USA spowolni do 1,5% wobec 2,8% w 2024 r., a w 2026 r. przyspieszy do 2,2%.

Na ubiegłotygodniowym posiedzeniu Fed utrzymał docelowy przedział dla wahań stopy funduszy Rezerwy Federalnej na poziomie [4,25%; 4,50%], co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku. W komunikacie wprowadzono zmiany wskazujące na to, że członkowie FOMC dostrzegają sygnały spowolnienia wzrostu aktywności gospodarczej. Co więcej, zgodnie z komunikatem aż dwóch członków FOMC zagłosowało przeciwko utrzymaniu stóp procentowych na niezmiennym poziomie. Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu szef Rezerwy Federalnej J. Powell stwierdził, że sytuacja na rynku pracy pozostaje dobra. Dał również do zrozumienia, że gospodarka nie zachowuje się tak, jakby ograniczało ją zbyt restrykcyjne nastawienie Fed w polityce pieniężnej. Podkreślił również, że jest jeszcze zbyt wcześnie by ocenić wpływ polityki celnej USA na inflację. Wypowiedzi J. Powella wskazują, że Fed nie zamierza spieszyć się z kolejną obniżką stóp procentowych. Tym samym, choć początkowo komunikat FOMC został odebrany przez rynek jako gołębi, jastrzębi wydźwięk wypowiedzi J. Powella doprowadził do umocnienia dolara względem euro. Podtrzymujemy naszą prognozę, zgodnie z którą Fed zdecyduje się we wrześniu na kolejną obniżkę stóp procentowych o 25pb. Warunkiem realizacji takiego scenariusza jest jednak dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy w lipcu i sierpniu. Tym samym, opublikowane w ubiegłym tygodniu wyraźnie słabsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA (w tym ich znacząca rewizja w dół za czerwiec – patrz powyżej) stanowią istotne wsparcie dla naszej prognozy.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa zwiększył się w lipcu do 45,9 pkt. wobec 44,8 pkt. w czerwcu, a tym samym ukształtował się on zgodnie z oczekiwaniami rynku i poniżej naszej prognozy (47,4 pkt.). Wzrost indeksu w lipcu wynikał ze zwiększenia wkładów wszystkich pięciu jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień, zatrudnienia, czasu dostaw oraz zapasów). Dane stanowią wsparcie dla naszej oceny wyrażonej przed miesiącem, iż spadek indeksu PMI odnotowany w ostatnich miesiącach ma przejściowy charakter. Niemniej jednak indeks PMI już od trzech miesięcy kształtuje się poniżej granicy 50 pkt., oddzielającej wzrost od zmniejszenia aktywności. Wolniejszy spadek nowych zamówień ogółem wraz z realizacją zaległych zleceń przyczyniły się do spowolnienia tempa spadku produkcji w lipcu. Należy jednak zwrócić uwagę, że wynikało to głównie z poprawy popytu krajowego, podczas gdy wskaźnik dla nowych zamówień eksportowych obniżył się w lipcu do najniższego poziomu od sierpnia 2023 r. Ankietowane firmy uzasadniały to m.in. niższym popytem w Niemczech (por. MAKROpuls z 01.07.2025). Wartość indeksu PMI w polskim przetwórstwie obniżyła się w lipcu względem II kw. (47,4 pkt.). Podtrzymujemy jednak naszą prognozę, zgodnie z którą dynamika PKB w Polsce zwiększy się w III kw. do 3,7% r/r wobec 3,4% w II kw., a w całym 2025 r. zwiększy się do 3,6% wobec 2,9% w 2024 r.

W ubiegłym tygodniu poznaliśmy indeks Caixin PMI dla chińskiego przetwórstwa, który zmniejszył się w lipcu do 49,5 pkt. wobec 50,4 pkt. w czerwcu, kształtując się wyraźnie poniżej oczekiwań rynku (50,3 pkt.). W kierunku obniżenia indeksu Caixin oddziaływały niższe wkłady 3 z 5 jego składowych (dla bieżącej produkcji, nowych zamówień i czasu dostaw), podczas gdy przeciwny wpływ miały wyższe wkłady składowych dla zatrudnienia i zapasów. W danych na szczególną uwagę zasługuje składowa dla nowych zamówień, która pozostaje powyżej granicy 50 pkt. mimo silnego spadku nowych zamówień eksportowych. Sugeruje to, że słabszy popyt zagraniczny kompensowany jest przez silniejsze zamówienia na rynku wewnętrznym. Obniżające się zamówienia eksportowe wskazują, że mimo prób reorientacji sprzedaży na inne rynki, chińskie przetwórstwo pozostaje pod silnym negatywnym wpływem niższych zamówień z USA. Na pogorszenie koniunktury w chińskim przetwórstwie wskazał również indeks NBS PMI, który zmniejszył się w lipcu do 47,5 pkt. wobec 50,4 pkt. w czerwcu i ukształtował się poniżej oczekiwań

ryнку (49,5 pkt.). W II poł. br. spodziewamy się dalszego spowolnienia tempa wzrostu PKB w Chinach, co będzie efektem wpływu utrzymującej się wysokiej niepewności co do perspektyw eksportu na aktywność gospodarczą w tym kraju. W efekcie prognozujemy, że w całym 2025 r. PKB w Chinach zwiększy się o 4,8% wobec 5,0% w 2024 r. (por. MAKROmapa z 28.07.2025).



Czy eksport do USA ucierpi od amerykańskich ceł?

W ramach ogłoszonego dwa tygodnie temu porozumienia handlowego pomiędzy UE a USA ustanowiono stawkę celną na unijny eksport towarów do USA w wysokości 15%. Przedmiotem poniższej analizy jest ocena bezpośredniego wpływu tego porozumienia na polską gospodarkę oraz polskich eksporterów.

W pierwszym kroku, przeprowadziliśmy uproszczoną analizę bezpośredniego wpływu ceł polski PKB. Jako punkt wyjścia przyjęliśmy scenariusz, w którym polscy eksporterzy w całości wezmą na siebie cła, obniżając swoje marże. W efekcie, cena końcowa oferowana amerykańskim odbiorcom nie zmieniałaby się i w ten sposób cła byłyby neutralne dla popytu na polskie towary. W takim scenariuszu polscy eksporterzy musieliby obniżyć ceny swoich towarów o 13,0%. Uwzględniając, że w 2024 r. wartość polskiego eksportu do USA wyniosła 50,1 mld zł, oznaczałoby to ubytek przychodów eksportowych w wysokości 6,5 mld zł, co - zważywszy na znaczący udział zagranicznej wartości dodanej w eksporcie - jest kwotą pomijalną z punktu widzenia polskiego PKB.

Warto jednak zauważyć, że cła bardzo rzadko są w całości płacone przez eksporterów. Na ogół rozkładane są one pomiędzy eksporterów i importerów, a podział ten zależy od elastyczności podaży (np. możliwości reorientacji eksportu, szybkiego ograniczenia produkcji) oraz elastyczności cenowej popytu (np. dostępności substytutów, charakteru importowanego dobra). Można oczekiwać, że część firm w warunkach pogorszenia warunków prowadzenia handlu z USA będzie starała się reorientować swój eksport na inne rynki. Jest to szczególnie prawdopodobne w branżach, gdzie udział USA w strukturze sprzedaży eksportowej jest niski. Problem z reorientacją sprzedaży mogą mieć jednak branże z istotnym udziałem USA w strukturze eksportu. Z tego powodu, w drugim kroku naszej analizy wytypowaliśmy branże, w których udział USA w sprzedaży eksportowej wynosi więcej niż 5%. Jednocześnie dla przejrzystości analizy skoncentrowaliśmy się jedynie na kategoriach, w których udział eksportu w całkowitym polskim eksporcie do USA przekracza 0,5%. Wytypowane przez nas branże przedstawiliśmy w poniższej tabeli. W przypadku branż, gdzie udział USA w strukturze eksportu jest niższy niż 5% założyliśmy,

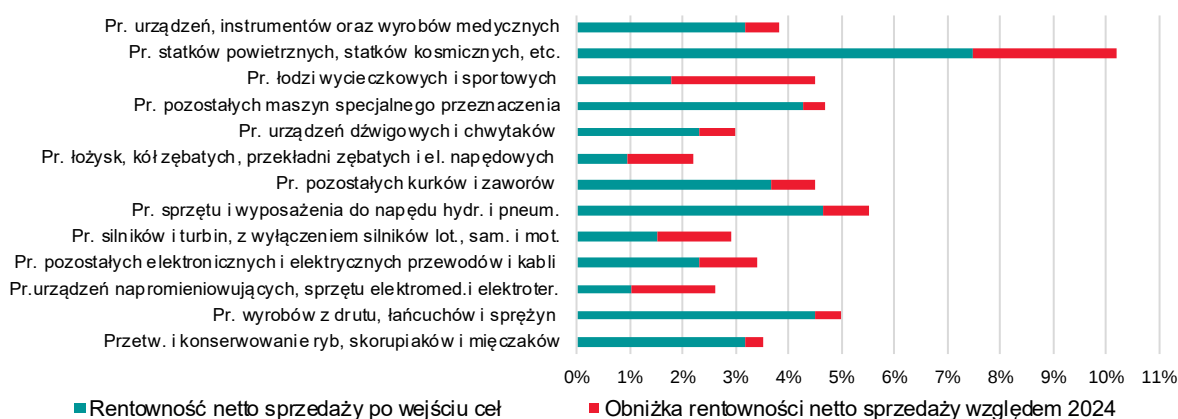
PKD	Branża	Eksport z Polski do USA (2024, mln PLN)	Udział eksportu do USA w eksporcie danej branży (2024)	Udział sprzedaży eksportowej w sprzedaży ogółem danej branży (2024)
10.20	Przetw. i konserwowanie ryb, skorupiaków i mięczaków	589	4,2%	60,3%
24.41	Pr. metali szlachetnych	1 476	24,5%	-
25.93	Pr. wyrobów z drutu, łańcuchów i sprężyn	347	8,7%	46,2%
26.60	Pr.urządzeń napromieniowujących, sprzętu elektromed.i elektroter.	3 853	34,5%	35,2%
26.70	Pr. instrumentów optycznych i sprzętu fotograficznego	525	9,1%	-
27.32	Pr. pozostałych elektronicznych i elektrycznych przewodów i kabli	1 146	16,7%	47,5%
27.90	Pr. pozostałego sprzętu elektrycznego	500	4,6%	-
28.11	Pr. silników i turbin, z wyłączeniem silników lot., sam. i mot.	1 822	13,4%	81,3%
28.12	Pr. sprzętu i wyposażenia do napędu hydr. i pneum.	350	11,1%	57,5%
28.14	Pr. pozostałych kurków i zaworów	645	10,5%	62,0%
28.15	Pr. łożysk, kół zębatach, przekładni zębatach i el. napędowych	1 217	13,5%	73,5%
28.22	Pr. urządzeń dźwigowych i chwytaków	1 161	11,6%	49,0%
28.99	Pr. pozostałych maszyn specjalnego przeznaczenia	411	5,6%	59,4%
30.12	Pr. łodzi wycieczkowych i sportowych	1 210	26,9%	78,1%
30.31	Pr. statków powietrznych, statków kosmicznych, etc.	8 599	27,6%	74,9%
32.50	Pr. urządzeń, instrumentów oraz wyrobów medycznych	848	7,5%	60,3%

Źródło: Eurostat, PONT Info, Credit Agricole

*W przypadku niektórych kategorii, dane są objęte tajemnicą statystyczną

że nie będą miały one problemów z reorientacją eksportu na inne rynki, stąd pomijamy je w dalszej analizie.

W trzecim kroku, wykorzystując dane PONT Info obliczyliśmy, jak w scenariuszu całkowitego przejścia na siebie ceł w eksporcie do USA zmieniałyby się rentowność netto sprzedaży w wytypowanych branżach. Warto zauważyć, że we wszystkich przypadkach obniżenie cen o 13,0% oznaczałoby, że firmy zaczynają generować stratę w sprzedaży do USA (wysokość cła przekracza rentowność netto sprzedaży w danej branży). Tym samym sprzedaż ta byłaby pośrednio subsydiowana przez marże uzyskiwane na innych rynkach. W krótkim okresie scenariusz ten jest możliwy w dwóch sytuacjach. Po pierwsze, w sytuacji, gdy firmy ze względów strategicznych chcą pozostać na amerykańskim rynku. Po drugie, gdy w warunkach braku możliwości reorientacji eksportu, sprzedaż na amerykański rynek ze stratą pozwala odzyskać chociaż część poniesionych kosztów.

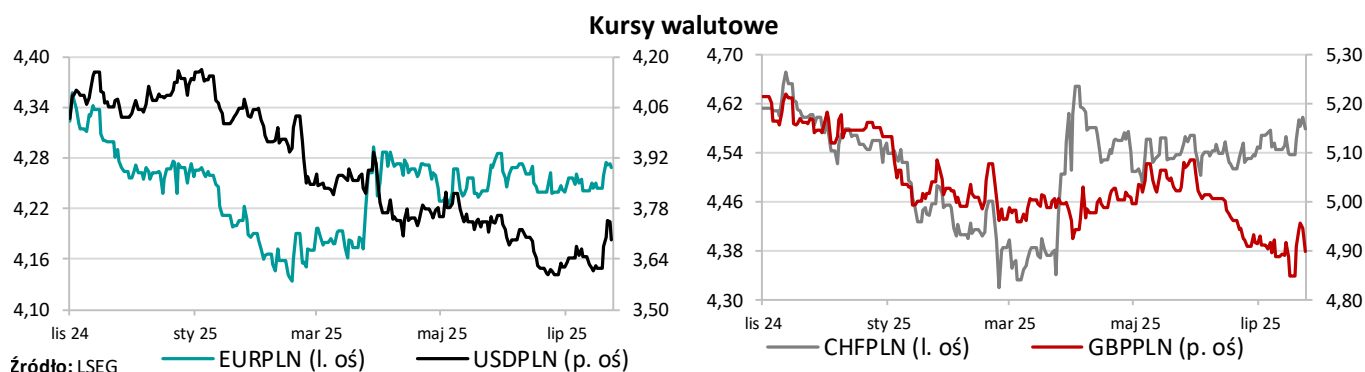


Źródło: PONT Info, Eurostat, Credit Agricole

Uzyskane wyniki wskazują, że nawet w warunkach generowania straty na amerykańskim rynku branże będą w stanie utrzymać dodatnią rentowność netto na sprzedaży. Jednocześnie, przy założeniu kontynuacji sprzedaży, suma utraconych przychodów, a w konsekwencji zysków brutto w wytypowanych kategoriach wyniosłaby 1,2 mld zł (0,03% PKB), co potwierdza, że ostateczny bezpośredni wpływ amerykańskich ceł na polską gospodarkę byłby ograniczony. Warto również zaznaczyć, że część kategorii może zostać objęta wyłączeniem z ceł w ostatecznej wersji umowy (przykładowo, Komisja Europejska poinformowała w swoim komunikacie, że podwyższonymi cłami nie będą objęte samoloty i części do samolotów, część wyrobów chemicznych, leków generycznych oraz surowców naturalnych), co dodatkowo zmniejszyłoby negatywny bezpośredni wpływ ceł na polską gospodarkę.

W tym miejscu należy zaznaczyć, że nasza analiza pomija efekty pośrednie takie jak (1) zaostrenie konkurencji w światowym handlu w warunkach prób reorientacji eksportu z USA na inne rynki, (2) niższy popyt na polskie towary ze strony ich reeksporterów do USA oraz (3) niższy popyt na wytwarzane w Polsce dobra pośrednie wykorzystywane w produkcji dóbr sprzedawanych do USA. Odwołując się jednak do wyników naszej wcześniejszej analizy, w której wykorzystywaliśmy macierze przepływów międzygałęziowych w celu oszacowania tych efektów, uważamy, że wpływ tych czynników na polski PKB byłby również ograniczony (por. MAKROmapa z 25.11.2024).

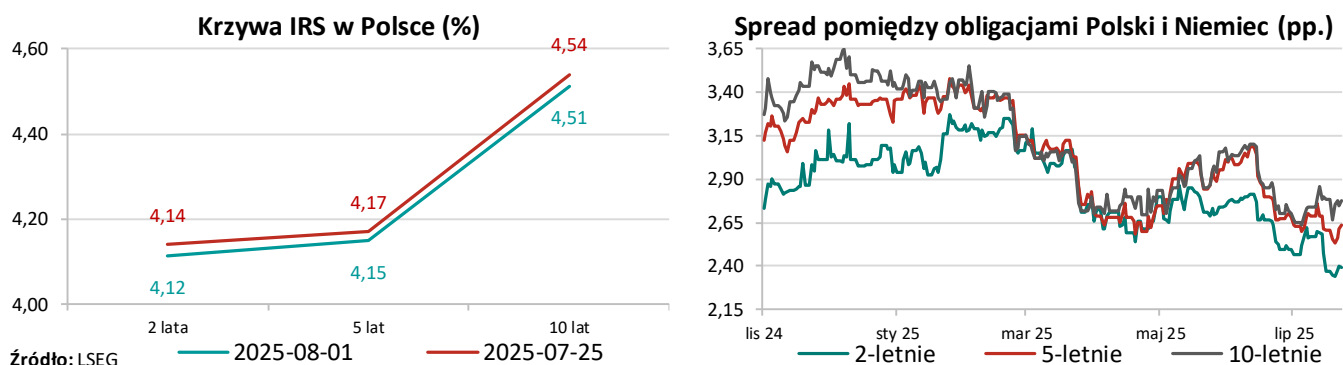
Oslabienie złotego wspierane przez umowę handlową pomiędzy UE i USA



W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN wzrósł do 4,2689 (osłabienie złotego o 0,6%). W ubiegłym tygodniu kurs EURPLN kształtował się w łagodnym trendzie wzrostowym. Podobne tendencje obserwowane były również w przypadku innych walut regionu. Sprzyjały temu obawy części inwestorów o to, że porozumienie handlowe osiągnięte pomiędzy UE a USA będzie miało negatywny wpływ na perspektywy wzrostu gospodarczego w UE. Z większą zmiennością mieliśmy do czynienia w przypadku kursu EURUSD. W środę doszło do jego spadku w reakcji na jastrzębi wydzźwięk wypowiedzi szefa Fed J. Powella na konferencji po posiedzeniu FOMC. Z kolei w piątek doszło do osłabienia dolara względem euro w reakcji na publikację słabszych od oczekiwań danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA.

W tym tygodniu istotne dla złotego pozostaną napływające kolejne informacje w sprawie konkretnych ustaleń w ramach umowy handlowej pomiędzy USA a UE. Wpływ tych informacji na rynek walutowy będzie jednak o wiele słabszy niż w zeszłym tygodniu. Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych makroekonomicznych nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na kurs polskiej waluty.

Podwyższona zmienność stawek IRS w ślad za rynkami bazowymi



W ubiegłym tygodniu 2-letnie stawki IRS zmniejszyły się do 4,12 (spadek o 2pb), 5-letnie do 4,15 (spadek o 2pb), a 10-letnie do 4,51 (spadek o 3pb). W ubiegłym tygodniu stawki IRS charakteryzowały się podwyższoną zmiennością w ślad za zmianami sytuacji na rynkach bazowych. W czwartek doszło do ich wzrostu w reakcji na jastrzębi wydzźwięk konferencji po posiedzeniu FOMC. Z kolei w piątek miał miejsce ich spadek, do którego przyczyniła się publikacja słabszych od oczekiwań danych z amerykańskiego rynku pracy.

W tym tygodniu istotne dla stawek IRS pozostaną napływające kolejne informacje w sprawie umowy handlowej pomiędzy USA a UE, niemniej ich wpływ na krzywą będzie naszym zdaniem coraz słabszy.

Zaplanowane na ten tydzień publikacje danych makroekonomicznych nie będą miały naszym zdaniem istotnego wpływu na krzywą.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	lip 24	sie 24	wrz 24	paź 24	lis 24	gru 24	sty 25	lut 25	mar 25	kwi 25	maj 25	cze 25	lip 25	sie 25
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,75	5,25	5,25	5,00	5,00
Kurs EURPLN*	4,29	4,28	4,28	4,35	4,30	4,27	4,21	4,19	4,19	4,27	4,24	4,24	4,27	4,27
Kurs USDPLN*	3,96	3,87	3,85	4,00	4,06	4,13	4,06	4,04	3,87	3,77	3,74	3,60	3,74	3,74
Kurs CHFPLN*	4,50	4,56	4,54	4,64	4,60	4,54	4,46	4,46	4,38	4,56	4,54	4,53	4,60	4,61
Inflacja CPI (r/r, %)	4,2	4,3	4,9	5,0	4,7	4,7	4,9	4,9	4,9	4,3	4,0	4,1	3,1	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,8	3,7	4,3	4,1	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,4	3,3	3,4	3,3	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	5,3	-1,3	-0,5	4,7	-1,3	0,3	-0,9	-1,8	2,5	1,3	4,0	-0,1	0,8	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	-1,3	-9,5	-9,0	-9,6	-9,4	-8,0	4,2	-0,1	-1,1	-4,2	-2,8	2,2	0,6	
Inflacja PPI (r/r, %)	-5,1	-5,5	-6,2	-5,1	-3,8	-2,7	-1,0	-1,3	-1,0	-1,6	-1,5	-1,8	-1,4	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	5,0	3,2	-2,2	2,3	3,4	2,7	6,1	0,6	0,6	7,9	4,3	2,1	3,6	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	10,6	11,1	10,3	10,2	10,5	9,8	9,2	7,9	7,7	9,3	8,4	9,0	9,1	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,0	5,0	5,0	4,9	5,0	5,1	5,4	5,4	5,3	5,2	5,0	5,2	5,3	
Saldo ROB (mln EUR)	-491	-2276	-1160	654	-492	-1450	-66	93	-1209	-596	-1740	-37		
Eksport (r/r, %, EUR)	5,8	-2,3	1,5	2,6	-2,6	0,4	1,9	0,4	3,1	-1,9	4,2	2,3		
Import (r/r, %, EUR)	9,7	5,5	5,6	6,2	-0,8	3,4	9,8	3,4	10,0	5,5	5,2	0,5		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2025				2026				2024	2025	2026
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,2	3,4	3,7	3,8	3,7	3,5	3,2	3,0	2,9	3,6	3,3
Konsumpcja (% r/r)	2,5	3,8	3,1	3,0	2,7	2,8	3,1	3,3	3,1	3,1	3,0
Inwestycje (% r/r)	6,3	7,0	8,8	7,3	8,5	8,1	7,3	6,5	-2,2	7,4	7,4
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,1	2,9	3,4	4,5	5,3	5,8	5,8	5,3	2,0	3,0	5,5
Import (ceny stałe, %, r/r)	3,5	4,5	4,3	3,9	4,3	5,2	4,7	4,2	4,2	4,1	4,6
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	1,6	2,2	1,8	1,5	1,7	1,6	1,8	1,6	1,7	1,7
	Inwestycje (pp.)	0,8	1,1	1,4	1,6	1,1	1,3	1,2	1,5	-0,4	1,2
	Eksport netto (pp.)	-1,1	-0,7	-0,3	0,4	0,7	0,5	0,7	0,7	-1,1	-0,4
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,0
Stopa bezrobocia (%)**	5,3	5,2	5,1	5,1	5,3	5,2	5,0	5,0	5,1	5,1	5,0
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,7	-0,4	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	10,0	8,3	7,1	6,5	5,8	5,9	6,1	6,2	13,7	8,0	6,0
Inflacja CPI (%)*	4,9	4,1	3,0	2,9	2,7	3,0	3,0	3,0	3,6	3,7	2,9
Wibor 3-miesięczny (%)**	5,84	5,23	4,98	4,85	4,48	4,35	4,35	4,36	5,84	4,85	4,36
Stopa referencyjna NBP (%)**	5,75	5,25	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,25	5,75	4,75	4,25
EURPLN**	4,19	4,24	4,28	4,28	4,27	4,26	4,25	4,24	4,27	4,28	4,24
USDPLN**	3,87	3,60	3,69	3,66	3,68	3,74	3,79	3,85	4,13	3,66	3,85

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 04.08.2025 r.						
10:30	Strefa euro	Indeks Sentix (pkt.)	Sierpień	4,5		8,0
16:00	USA	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	8,2		-4,7
Wtorek 05.08.2025 r.						
10:00	Strefa euro	Indeks PMI dla usług (pkt.)	Lipiec	51,2	51,2	51,2
10:00	Strefa euro	Finalny indeks Composite PMI	Lipiec	51,0	51,0	51,0
11:00	Strefa euro	Inflacja PPI (% r/r)	Czerwiec	0,3		0,6
16:00	USA	Indeks ISM poza przetwórstwem (pkt.)	Lipiec	50,8	51,6	51,5
Środa 06.08.2025 r.						
8:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Czerwiec	-1,4		1,0
11:00	Strefa euro	Sprzedaż detaliczna (% m/m)	Czerwiec	-0,7		0,4
Czwartek 07.08.2025 r.						
	Chiny	Bilans handlowy (mld USD)	Lipiec	114,8		103,4
8:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Czerwiec	1,2		-0,5
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Czerwiec	18,4		18,2
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Sierpień	4,25		4,00

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet