

# KOMENTARZ TYGODNIOWY

28 lipca 2025

## Weekendowe porozumienie handlowe USA-UE ogranicza niepewność. Po „jastrzębim” przekazie EBC w tygodniu bieżącym posiedzenie FOMC.

- Najistotniejszym wydarzeniem minionego tygodnia były informacje w trakcie tygodnia dot. potencjalnej umowy handlowej USA - UE a potem niedzielne ogłoszenie decyzji o porozumieniu. Zgodnie z umową towary eksportowane z UE do USA zostaną obłożone 15-procentową stawką celną, z wykluczeniem stali i aluminium, gdzie zostaną utrzymane stawki 50%. Oznacza to wzrost dotychczasowej generalnej stawki (wprowadzonej na początku kwietnia) 10%, jednocześnie jednak oznacza to obniżenie wprowadzonych w marcu stawek ceł w sektorze motoryzacyjnym (25%) oraz ogranicza ryzyko wprowadzenia kolejnych ceł sektorowych (gł. w farmacji). Uzgodnione zostały tzw. taryfy „zero za zero”, tj. zniesienie ceł przez obie strony na niektóre produkty m.in. samoloty, niektóre chemikalia, niektóre leki generyczne, sprzęt półprzewodnikowy, niektóre produkty rolne, zasoby naturalne i surowce krytyczne. Dodatkowo, zgodnie z umową UE zobowiązała się do zakupu energii z USA o łącznej wartości 750 mld USD, zwiększenia skali unijnych inwestycji w USA o 600 mld USD oraz zwiększenia zakupów zbrojeniowych UE w USA (nieokreślona wartość).
- Umowa handlowa z UE oraz ogłoszona na początku minionego tygodnia umowa z Japonią (także generalne cła w wysokości 15%) jak również umowy z kilkoma krajami azjatyckimi, zakładając trwałość podjętych rozwiązań, ograniczają istotnie niepewność dot. perspektyw globalnego handlu. Kolejnym ważnym etapem jest jeszcze uzgodnienie ostatecznej umowy USA - Chiny, gdyż obecnie obowiązujące stawki są wynikiem czasowego kompromisu, który kończy się 9 sierpnia.
- Pozytywnym efektem umów jest przede wszystkim samo ograniczenie niepewności, ograniczenie ryzyka dużo wyższych ceł (wskazywane przez D. Trumpa 30%) jak i eskalacji wojny handlowej (najprawdopodobniej UE nie wprowadzi ceł odwetowych). Pozytywną informacją jest także obniżenie ceł w motoryzacji oraz ograniczenie ryzyka wprowadzenia kolejnych ceł sektorowych (w przypadku UE gł. leki) oraz fakt, że pozycja konkurencyjna UE wśród eksporterów USA nie będzie wyraźnie słabsza. Negatywną informacją, choć już generalnie znaną, jest sam fakt znaczącego wzrostu stawek celnych na import do USA (z 1,2% efektywnej stawki na koniec 2024 r. i z 10% obowiązujących od początku kwietnia).
- Choć dotychczas gospodarka europejska radzi sobie relatywnie dobrze ze wzrostem ceł, wciąż nie wiadomo, w jakim stopniu jest to efektem kumulacji popytu w obawie przed wzrostem ceł, a w jakim pozytywnego wpływu sytuacji cyklicznej lub/i generalnej odporności eksporterów na szok w polityce handlowej. Napływające informacje nie zmieniają naszej prognozy spowolnienia aktywności gospodarki globalnej (w tym w USA i strefie euro) w II poł. roku, obniżając natomiast ryzyko skrajnych recesyjnych scenariuszy.

Biuro Analiz Makroekonomicznych  
i Sektorowych  
bosbank.analizy@bosbank.pl

Łukasz Tarnawa  
Główny Ekonomista  
+48 696 405 159  
lukasz.tarnawa@bosbank.pl

Aleksandra Świątkowska  
Ekonomista  
+48 515 111 698  
aleksandra.swiatkowska@bosbank.pl

- Już ogłoszenie umowy z Japonią oraz informacje nieoficjalne dot. umowy z UE poprawiły nastroje rynkowe w trakcie minionego tygodnia, stąd biorąc pod uwagę powyższe, potencjał do dalszej poprawy wydaje się być ograniczony.
- W minionym tygodniu globalny indeks cen akcji MSCI wzrósł o 1,4%, rosnąc o 1,4% w USA, o 0,3% w strefie euro oraz 0,5% w grupie rynków wschodzących. Być może giełdom amerykańskim pomogły publikacje danych (wg wstępnych danych wzrost lipcowego indeksu PMI w usługach, spadek liczby nowych bezrobotnych wg danych tygodniowych). Pozytywne odreagowanie na rynkach europejskich w II poł. tygodnia mógł z kolei hamować bardziej „jastrzębi” wydzwięk konferencji prasowej prezes EBC, przy ograniczonym wpływie minimalnej poprawy wskaźnika PMI nastrojów gospodarczych w lipcu.
- Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, [rada EBC](#) utrzymała niezmiennione stopy procentowe, w tym stopę depozytową na poziomie 2,0%. Jednocześnie przekaz prezes Lagarde został oceniony jako bardziej „jastrzębi”. Choć rada utrzymała przekaz dot. braku zapowiedzi ścieżki stóp procentowych i decyzji podejmowanych „z posiedzenia na posiedzenie” na podstawie napływających danych, to ogólny wydzwięk konferencji wskazuje, że obecnie bazowym scenariuszem rady jest utrzymanie stabilnych stóp i jedynie pozostawienie opcji kolejnej obniżki, gdyby ta ocena uległa zmianie. Przekaz EBC wspiera nasz bazowy scenariusz, że w kolejnych miesiącach stopy w strefie euro nie zmienią się, wciąż jednak uważamy (biorąc pod uwagę ryzyka gospodarcze), że ryzyko kolejnego cięcia (na jesieni lub pod koniec roku) jest spore.
- W reakcji na posiedzenie EBC rentowności niemieckich obligacji skarbowych wzrosły o 8 pkt. baz. na krótkim końcu krzywej oraz o 3 pkt. baz. w przypadku papierów 10-letnich. Rentowności 10-letnie papierów w USA obniżyły się z kolei o 3 pkt. proc. Po okresowym wzmocnieniu, dolar w minionym tygodniu ponownie stracił na wartości (o 0,3% w relacji do koszyka walut), co przy lekkiej aprecjacji euro poskutkowało powrotem kursu euro wobec dolara powyżej 1,17 USD/EUR.
- Na krajowym rynku akcji oraz rynku walutowym ubiegłotygodniowe zmiany były ograniczone. Indeks WIG wzrósł minimalnie o 0,1%. Kurs złotego w relacji do koszyka walut wzmocnił się o 0,2%. W relacji do euro kurs utrzymywał się przez cały tydzień na poziomie lekko powyżej 4,25 PLN/EUR. W przypadku rynku długu miniony tydzień przyniósł minimalne zmiany rentowności obligacji 10-letnich, podobnie jak na rynkach bazowych. Wyraźnie o 16 pkt. baz. obniżyły się natomiast rentowności 2-letnich papierów, przy spadkach 2-letnich stawek IRS oraz stawek FRA.
- Trudno wskazać na powody wzmocnienia oczekiwań na obniżki stóp procentowych NBP, szczególnie wobec „jastrzębiego” przekazu EBC. Nie sądzimy, aby była to reakcja na publikacje danych ze sfery realnej, które raczej wspierają prognozę stabilizacji aktywności. W czerwcu wzrost [sprzedaży detalicznej](#) okazał się słabszy wobec oczekiwań, niemniej w głównej mierze słabsze odczyty odnotowano w najbardziej zmiennych kategoriach (żywność, samochody). Biorąc pod uwagę oczekiwany spadek inflacji w II poł. roku i stabilną sytuację na [rynku pracy](#) oczekujemy pozytywnego wpływu wzrostu realnych dochodów na wydatki konsumentów. Nie sądzimy bowiem, aby czerwcowy zaskakujący wzrost liczby bezrobotnych i [stopy bezrobocia](#) zapowiadał pogorszenie sytuacji cyklicznej na rynku pracy, szczególnie wobec bardziej optymistycznych prognoz firm dot. prognoz zatrudnienia (wg Szybkiego Monitoringu NBP). Taką ocenę

wspiera struktura opublikowanych danych dot. przepływów na rynku pracy. Słabsze dane dot. [produkcji przemysłowej](#) za czerwiec mogą potwierdzać, że ożywienie aktywności w działach o wysokim udziale eksportu mogło mieć charakter okresowy w efekcie kumulacji popytu na import z UE w obawie przed wzrostem ceł. Z drugiej strony długo oczekiwana mocna poprawa danych z [budownictwa](#) oraz wyniki Szybkiego Monitoringu NBP wspierają prognozę silniejszego wzrostu inwestycji w II poł. roku z tytułu zwiększenia projektów współfinansowanych ze środków UE.

- Na bieżący tydzień zaplanowana jest publikacja wskaźnika *flash* lipcowej inflacji CPI. Oczekujemy skokowego spadku indeksu do 2,9% r/r z 4,1% r/r, z tytułu solidnego spadku indeksu rocznego cen nośników energii (wysoka baza odniesienia dla cen energii elektrycznej i lipcowa obniżka taryf za gaz).
- Biorąc pod uwagę malejącą niepewność dot. polityki handlowej USA, uwaga inwestorów w kolejnych tygodniach skupi się na analizie napływających danych w kontekście generalnego wzrostu ceł USA. W tygodniu bieżącym najistotniejsze będą lipcowe dane z rynku pracy, szczególnie po czerwcowym rozczarowaniu zatrudnienia w sektorze prywatnym, a z drugiej strony poprawie danych tygodniowych dot. liczby nowych bezrobotnych w lipcu. Wcześniej opublikowany zostanie wstępny szacunek PKB w USA za II kw., gdzie powszechnie oczekiwane jest silne odreagowanie, po okresowym tąpnięciu w I kw. (zmienność wyników importu). Przy tej zmienności ważniejsza będzie struktura danych, przede wszystkim dynamika konsumpcji prywatnej i inwestycji. W piątek opublikowany zostanie także wskaźnik ISM koniunktury w przemyśle.
- Odreagowania, tyle że w kierunku niższego wzrostu PKB, oczekuje się także w strefie euro w II kw., a w kontekście polityki pieniężnej EBC istotne mogą być także piątkowe wstępne dane dot. lipcowej inflacji HICP.
- Kluczowym wydarzeniem bieżącego tygodnia będzie natomiast posiedzenie FOMC. Choć powszechnie oczekuje się stabilizacji stóp procentowych na niezmiennym poziomie, to bardzo istotny będzie przekaz prezesa podczas konferencji prasowej w kontekście: – wyraźnych (choć nielicznych) głosów z FOMC wspierających obniżki stóp, – utrzymującej się presji politycznej administracji USA, – wciąż niejednoznacznych danych dot. wpływu polityki handlowej na sferę realną (gł. rynek pracy) oraz inflację. Zakładamy, że podczas konferencji prasowej prezes Powell może lekko złagodzić przekaz otwierając opcję obniżki stóp na posiedzeniu wrześniowym, choć te zmiany będą raczej ograniczone, a celem będzie pozostawienie komitetowi sporej przestrzeni do podejmowania kolejnych decyzji.

---

## Dane i wydarzenia – bieżący tydzień

---

- **Posiedzenie Komitetu Otwartego Rynku Fed (29–30 lipca)**

**Oczekujemy, że komitet FOMC utrzyma niezmienione stopy procentowe, w tym stopę funduszy federalnych na poziomie 4,25% – 4,50%.**

Utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie jest powszechnie oczekiwane, gdyż dane, które napływały z gospodarki USA cały czas dają komfort FOMC by na razie nie zmieniać parametrów polityki monetarnej i nadal obserwować rozwój sytuacji w gospodarce USA. Dane dot. zatrudnienia i bezrobocia do czerwca były solidne, choć dokładniejsza analiza ich struktury wskazuje na ryzyko osłabienia koniunktury na rynku pracy. Z drugiej strony wzrost inflacji w czerwcu wciąż był ograniczony, choć w części kategorii był zauważalny negatywny efekt wzrostu cen importowych. W tych warunkach oczekujemy powtórzenia przez komitet dotychczasowego przekazu dot. konieczności dalszego monitorowania sytuacji.

O ile publikacje danych wspierają dotychczasowy przekaz Fed, to wypowiedzi niektórych członków FOMC – opowiadających się za cięciem stóp już w lipcu – sugerują, że dyskusja podczas posiedzenia dot. przyszłych decyzji komitetu może być bardziej złożona. Zapewne ta kwestia, obok tematu niezależności Fed, zdominuje konferencję prasową i może wpłynąć na pewne złagodzenie przekazu prezesa Powella. Oczekujemy natomiast, że jakiegokolwiek zmiany w przekazie będą ograniczone i będą miały na celu poszerzenie komitetowi opcji działania niż zapowiedzi kolejnych działań.

- **Wskaźnik inflacji w lipcu – szacunek *flash* (31 lipca)**

**Szacujemy, że w lipcu wskaźnik inflacji CPI znalazł się w przedziale odchyień od celu inflacyjnego NBP i wyniósł 2,9% r/r wobec 4,1% r/r w maju.** Oceniamy, że w lipcu w kierunku wyraźnego spadku rocznego wskaźnika inflacji oddziaływała przede wszystkim wyraźnie niższa dynamika cen nośników energii w wyniku obniżki cen gazu od lipca (nowa taryfa obniży rachunek za gaz o ok. 10% m/m) oraz wysokiej bazy odniesienia sprzed roku dla cen energii elektrycznej (silny wzrost w lipcu 2024 r.). Wpływ efektu bazy będzie silniejszy wobec wzrostu cen energii elektrycznej z tytułu przywrócenia w lipcu br. opłaty mocy (przeciętny rachunek za energię elektryczną wzrośnie w lipcu o ok. 7,4% m/m). Skalę spadku rocznego indeksu CPI będzie ograniczać nieco wyższa niż przed miesiącem roczna dynamika cen żywności oraz wzrost cen administrowanych (wywozu śmieci, usług zaopatrywania w wodę i kanalizacyjnych).

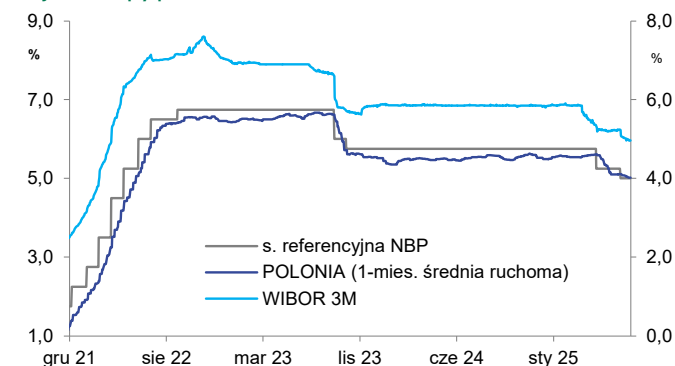
## Kalendarz publikacji najważniejszych danych i wydarzeń – bieżący tydzień

| wtorek 29 lipca   |     |                                                     | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
|-------------------|-----|-----------------------------------------------------|--------|-----------------|----------------|---------------|
| 16:00             | US  | Liczba wakatów wg ankiety JOLTS                     | cze    | 7 769 tys.      | 7 350 tys.     | -             |
| środa 30 lipca    |     |                                                     | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 10:00             | DE  | Dynamika PKB (wst.)                                 | II kw. | 0,4% kw/kw      | -0,1% kw/kw    | -             |
| 11:00             | EMU | Dynamika PKB (wst.)                                 | II kw. | 0,6% kw/kw      | -0,1% kw/kw    | -             |
| 14:30             | US  | Dynamika PKB (wst.)                                 | II kw. | -0,5% kw/kw     | 2,5% kw/kw     | -             |
| 20:00             | US  | Decyzja FOMC dot. stóp procentowych                 | lip    | 4,25% - 4,50%   | 4,25% - 4,50%  | 4,25% - 4,50% |
| 20:30             | US  | Konferencja prasowa prezesa Fed po posiedzeniu FOMC | lip    | -               | -              | -             |
| czwartek 31 lipca |     |                                                     | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 03:30             | CHN | Indeks koniunktury PMI NBS – przemysł               | lip    | 49,7 pkt.       | 49,7 pkt.      | -             |
| 03:30             | CHN | Indeks koniunktury PMI NBS – usługi                 | lip    | 50,5 pkt.       | 50,3 pkt.      | -             |
| 10:00             | PL  | Wskaźnik inflacji CPI (wst.)                        | lip    | 4,1% r/r        | -              | 2,9% r/r      |
| 16:00             | US  | Wskaźnik inflacji PCE                               | cze    | 2,3% m/m        | 2,5% m/m       | -             |
| 16:00             | US  | Wskaźnik inflacji bazowej PCE                       | cze    | 2,7% m/m        | 2,7% m/m       | -             |
| 16:00             | US  | Dochody gospodarstw domowych                        | cze    | -0,4% r/r       | 0,2% r/r       | -             |
| 16:00             | US  | Wydatki gospodarstw domowych                        | cze    | -0,1% r/r       | 0,4% r/r       | -             |
| piątek 1 sierpnia |     |                                                     | okres  | poprzednie dane | prognoza rynek | prognoza BOŚ  |
| 03:45             | CHN | Indeks koniunktury PMI Caixin – przemysł            | lip    | 50,4 pkt.       | 50,3 pkt.      | -             |
| 10:00             | PL  | Indeks koniunktury PMI – przemysł                   | lip    | 44,8 pkt.       | -              | 45,9 pkt.     |
| 11:00             | EMU | Inflacja HICP (wst.)                                | lip    | 2,0% r/r        | 1,9% r/r       | -             |
| 11:00             | EMU | Inflacja HICP – wskaźnik bazowy (wst.)              | lip    | 2,3% r/r        | 2,3% r/r       | -             |
| 14:30             | US  | Zmiana zatrudnienia                                 | lip    | 147,0 tys.      | 101,0 tys.     | -             |
| 14:30             | US  | Stopa bezrobocia                                    | lip    | 4,1%            | 4,2%           | -             |
| 14:30             | US  | Godzinowe wynagrodzenia                             | lip    | 3,7% r/r        | 3,8% r/r       | -             |
| 16:00             | US  | Indeks koniunktury ISM – przemysł                   | lip    | 49,0 pkt.       | -              | -             |
| 16:00             | US  | Indeks Uniwersytetu Michigan                        | lip    | 60,7 pkt.       | 61,8 pkt.      | -             |

w przypadku danych nt. polskiej gospodarki – mediana ankiety Parkietu,

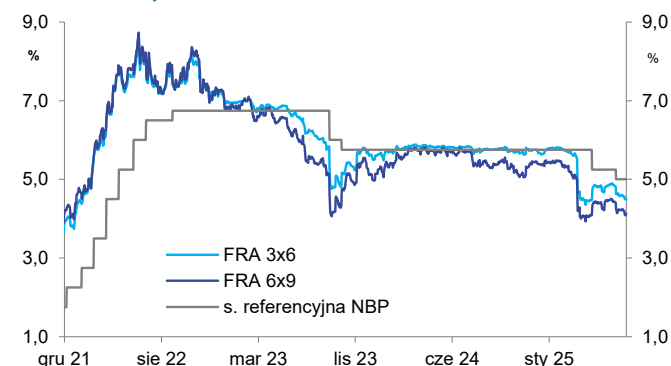
## Rynki finansowe

### Krajowe stopy procentowe



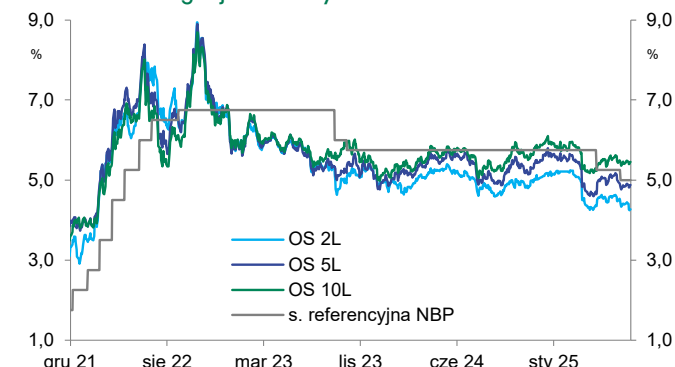
źródło: NBP, Bloomberg

### Oczekiwania rynkowe dot. stawki WIBOR 3M



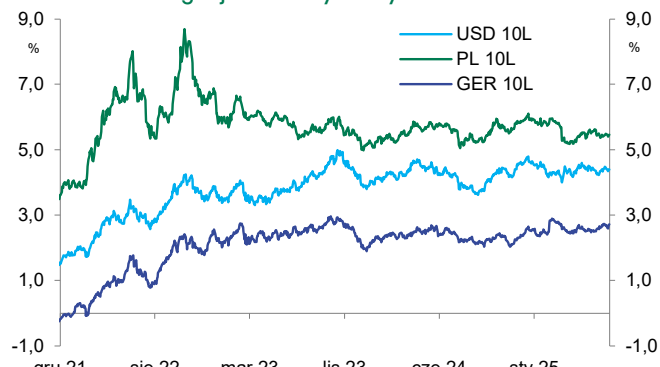
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych – Polska



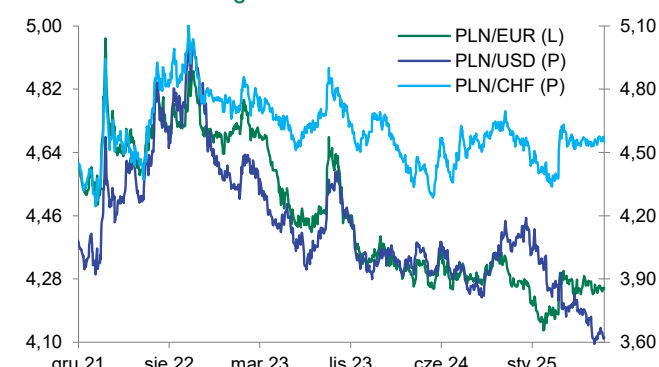
źródło: NBP, Bloomberg

### Rentowności obligacji skarbowych – rynki bazowe i Polska



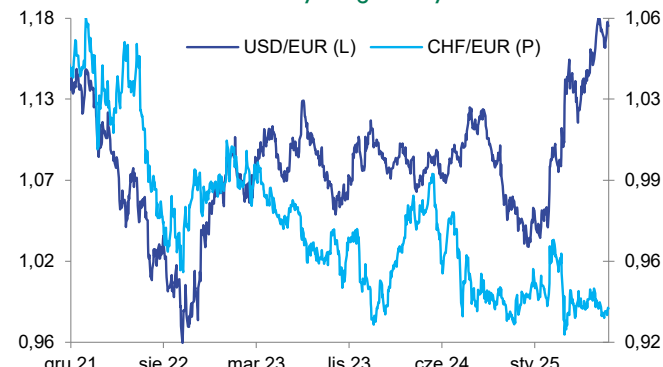
źródło: Bloomberg

### Notowania kursu złotego



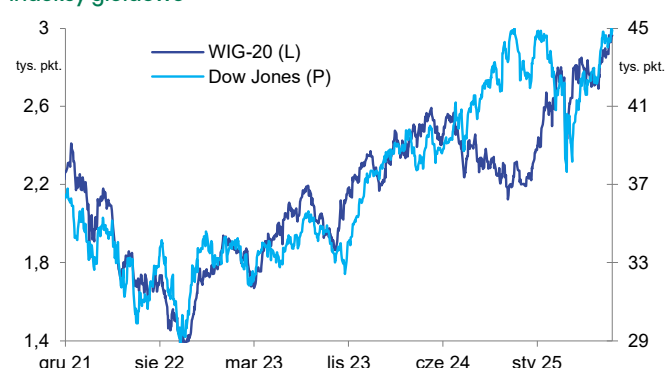
źródło: NBP, Bloomberg

### Notowania kursów walut na rynku globalnym



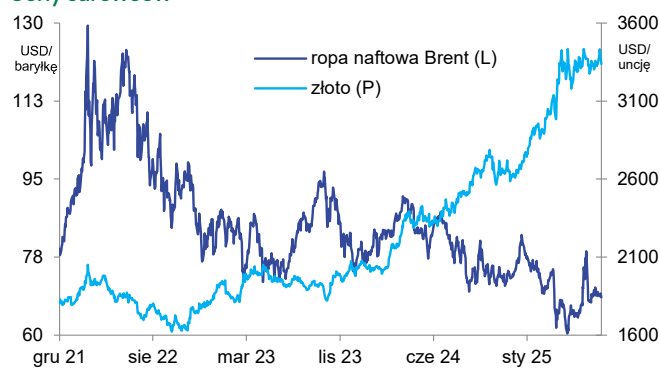
źródło: Bloomberg

### Indeksy giełdowe



źródło: Bloomberg

### Ceny surowców



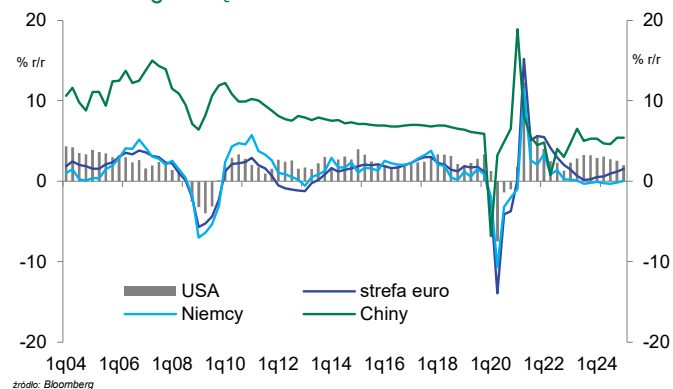
źródło: Bloomberg

2025-07-28

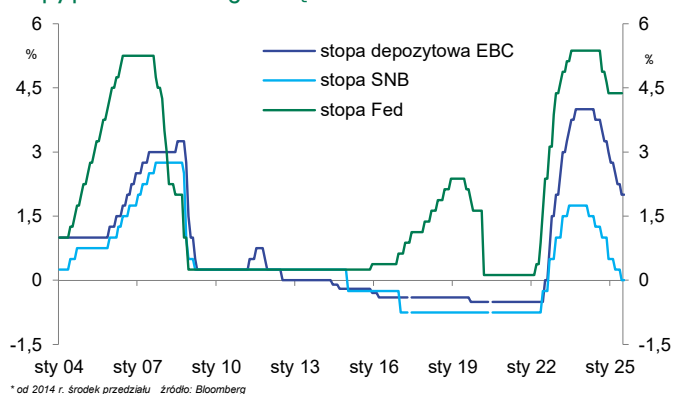
Klauzula poufności: BOŚ jawne

## Sfera realna

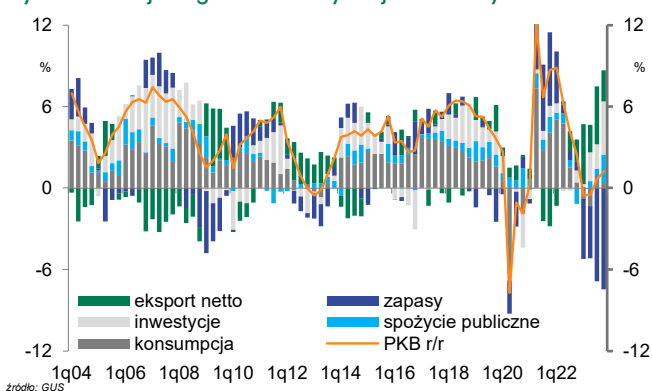
### Wzrost PKB za granicą



### Stopy procentowe za granicą



### Dynamika krajowego PKB i kontrybucja składowych



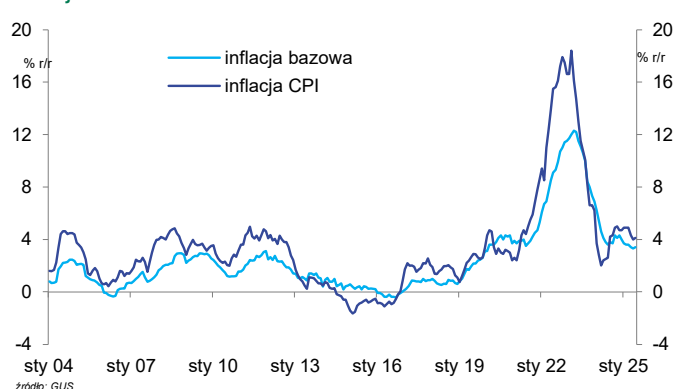
### Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna



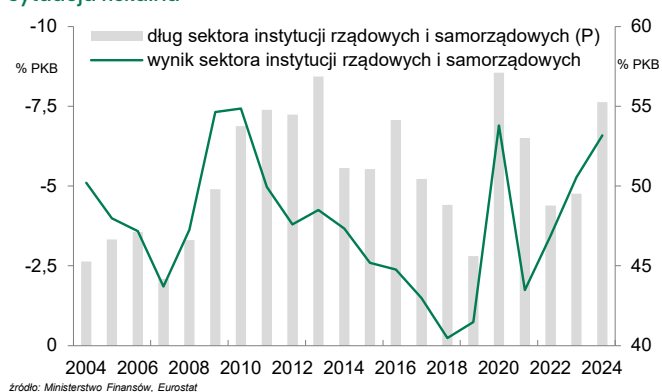
### Rynek pracy



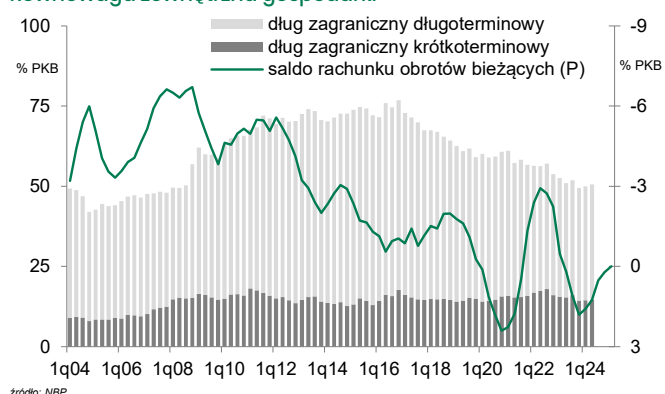
### Inflacja



### Sytuacja fiskalna



### Równowaga zewnętrzna gospodarki



## Prognoza wskaźników finansowych

| wskaźnik                   |     | 30.06.2025 | 18.07.2025 | 25.07.2025 | 31.08.2025 | 30.09.2025 | 31.12.2025 |
|----------------------------|-----|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Stopa lombardowa NBP       | %   | 5,75       | 5,50       | 5,50       | 5,50       | 5,25       | 5,00       |
| Stopa referencyjna NBP     | %   | 5,25       | 5,00       | 5,00       | 5,00       | 4,75       | 4,50       |
| Stopa depozytowa NBP       | %   | 4,75       | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,25       | 4,00       |
| WIBOR 3M                   | %   | 5,23       | 4,99       | 4,96       | 4,90       | 4,70       | 4,40       |
| FRA 3x6                    | %   | 4,83       | 4,57       | 4,50       | -          | -          | -          |
| FRA 6x9                    | %   | 4,42       | 4,22       | 4,12       | -          | -          | -          |
| FRA 9x12                   | %   | 4,10       | 3,88       | 3,84       | -          | -          | -          |
| IRS 2L                     | %   | 4,34       | 4,21       | 4,18       | -          | -          | -          |
| IRS 5L                     | %   | 4,26       | 4,23       | 4,21       | -          | -          | -          |
| IRS 10L                    | %   | 4,59       | 4,60       | 4,59       | -          | -          | -          |
| Obligacje skarbowe 2L      | %   | 4,53       | 4,43       | 4,27       | 4,25       | 4,20       | 4,05       |
| Obligacje skarbowe 5L      | %   | 4,92       | 4,89       | 4,87       | 4,85       | 4,80       | 4,65       |
| Obligacje skarbowe 10L     | %   | 5,49       | 5,48       | 5,46       | 5,40       | 5,35       | 5,15       |
| PLN/EUR                    | PLN | 4,24       | 4,25       | 4,25       | 4,26       | 4,27       | 4,30       |
| PLN/USD                    | PLN | 3,62       | 3,65       | 3,62       | 3,64       | 3,67       | 3,74       |
| PLN/CHF                    | PLN | 4,53       | 4,55       | 4,55       | 4,56       | 4,54       | 4,57       |
| USD/EUR                    | USD | 1,18       | 1,16       | 1,17       | 1,17       | 1,17       | 1,15       |
| Stopa Fed                  | %   | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,50       | 4,25       | 4,00       |
| Stopa depozytowa EBC       | %   | 2,00       | 2,00       | 2,00       | 2,00       | 2,00       | 2,00       |
| Stopa SNB                  | %   | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       | 0,00       |
| Obligacje skarbowe USD 10L | %   | 4,23       | 4,42       | 4,39       | 4,30       | 4,25       | 4,00       |
| Obligacje skarbowe GER 10L | %   | 2,60       | 2,69       | 2,71       | 2,65       | 2,60       | 2,40       |

źródła danych historycznych: NBP, Bloomberg

**WAŻNA INFORMACJA:** Niniejszy materiał ma charakter prognozy, został opracowany wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowany jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowany jako oferta lub rekomendacja do zawierania jakichkolwiek transakcji. Nie jest to forma reklamy ani oferta sprzedaży jakiegokolwiek usługi oferowanej przez BOŚ Bank. Przedstawione w niniejszej publikacji opinie i prognozy są wyrazem niezależnej oceny autorów w momencie ich wydania i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Informacje, w tym dane statystyczne, zawarte w materiale pochodzą z ogólnie dostępnych, wiarygodnych źródeł, jednak BOŚ Bank nie może zagwarantować ich dokładności i pełności. BOŚ Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale.

Niniejszy dokument stanowi własność BOŚ Bank. Materiał może być wykorzystywany do opracowań własnych pod warunkiem powołania się na źródło. Powielanie bądź publikowanie niniejszego raportu lub jego części bez pisemnej zgody BOŚ Bank jest zabronione.

Bank Ochrony Środowiska Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Żelaznej 32, 00-832 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla m.st. Warszawy w Warszawie, XIII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS: 0000015525 NIP: 527-020-33-13; kapitał zakładowy: 929 476 710 zł wpłacony w całości.