

Farmaceutyki w odwrocie

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Amerykańskie indeksy giełdowe zakończyły wczorajszą sesję ograniczonymi spadkami. Wydzwięk informacji po spotkaniu D.Trumpa z W.Zełenskim oraz europejskimi liderami był pozytywny, a inwestorzy pozostają w trybie oczekiwaniania na przemówienie J.Powella w Jackson Hole. W tych warunkach rentowności amerykańskich obligacji podlegały nieznacznym wzrostom. Dolar umacniał się, a EURUSD spadł poniżej 1,17. Złoty zyskał względem euro, spadając poniżej 4,25, i osłabił się nieznacznie wobec dolara. Rentowność krajowych obligacji wzrosła o 4-6pb wzdłuż całej krzywej.
- Dziś w centrum uwagi pozostaną najpewniej dalsze ustalenia w zakresie rozmów pokojowych i ewentualnego zakończenia wojny w Ukrainie.
- Kalendarium makroekonomiczne obejmuje publikacje mniejszego kalibru – lipcowe dane z amerykańskiego rynku nieruchomości, czyli pozwolenia na budowę i rozpoczęte budowy. Konsensus spodziewa się jedynie nieznacznych spadków obu wartości względem czerwca.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- ŚWIAT:** Podczas spotkania w Białym Domu prezydent D.Trump zasygnalizował chęć USA do zaangażowania się w gwarancje bezpieczeństwa Ukrainy, podobne do art. 5 NATO. Z kolei prezydent Ukrainy, W.Zełenski, oświadczył, że jest gotowy do trójstronnych rozmów z udziałem prezydenta Rosji, W.Putina. Po spotkaniu D.Trumpa i W.Zełenskiego z grupą europejskich liderów, kanclerz Niemiec, F.Merz, poinformował, że spotkanie prezydentów Rosji i Ukrainy może odbyć się w ciągu najbliższych dwóch tygodni. Prezydent Francji, E.Macron, stwierdził, iż kwestia ustępstw terytorialnych nie była w ogóle poruszana podczas spotkania, ponieważ kwestią priorytetową jest gwarancja bezpieczeństwa. Sekretarz generalny NATO, M.Rutte, podkreślił znaczenie zmiany w dyskusji jaką jest deklaracja USA o udziale w gwarancjach bezpieczeństwa. Dodał jednocześnie, że obecność zachodnich żołnierzy w Ukrainie nie było przedmiotem rozmów. Wcześniej D.Trump zasugerował możliwość wsparcia europejskich sił gwarantujących pokój w Ukrainie.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

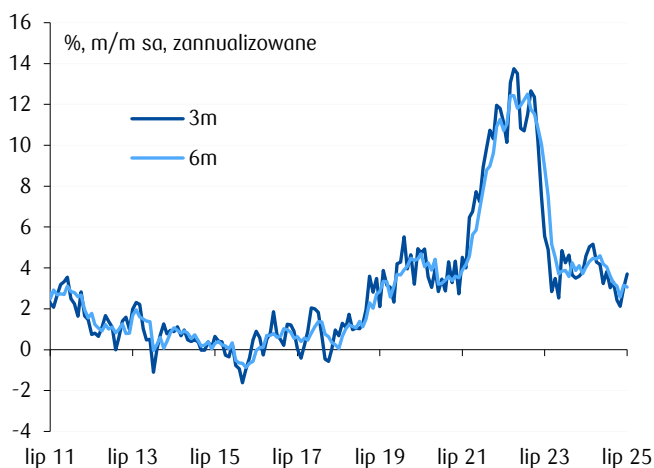
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

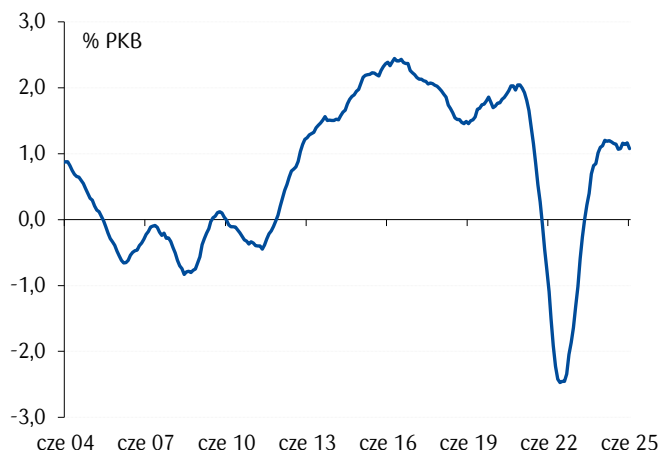
	Wartość 2025-08-18	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2490	-0,2
USDPLN	3,6427	0,2
CHFPLN	4,5125	0,0
GBPPLN	4,9211	-0,2
EURUSD	1,1665	-0,4
Obligacje:		
PL2Y	4,26	4
PL5Y	4,85	6
PL10Y	5,44	4
DE10Y	2,78	0
US10Y	4,34	1
Indeksy akcyjne:		
WIG	109 911,6	0,5
DAX	24 314,8	-0,2
S&P500	6 449,2	0,0
Nikkei**	43 665,6	-0,1
Shanghai Comp.**	3 739,3	0,3
Surowce:		
Złoto	3334,65	-0,2
Ropa Brent	66,60	1,1

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.

Zannualizowany impet inflacji bazowej

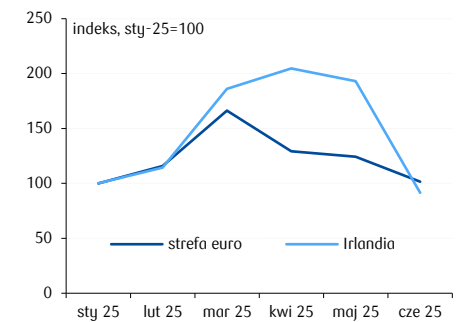


Saldo handlowe strefy euro



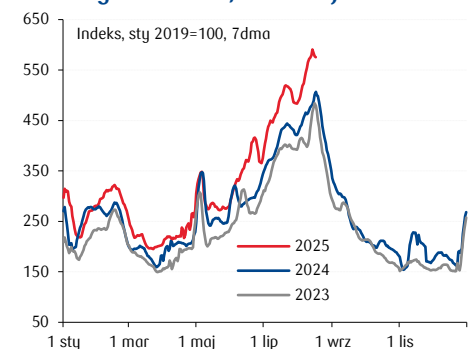
- **POL:** Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii w lipcu nieznacznie się obniżyła do 3,3% r/r (z 3,4% r/r w czerwcu) i była zgodna z naszymi szacunkami. W ujęciu miesięcznym ceny w kategoriach bazowych wzrosły o 0,3%, o tyle samo co w czerwcu. Odsezonowany impet inflacji bazowej pozostaje podwyższony, choć w średnim terminie mieści się w szeroko rozumianym celu inflacyjnym. Hamowanie względem czerwca dotyczyło większości miar inflacji bazowej z wyjątkiem wskaźnika po wyłączeniu cen administrowanych. Spodziewamy się, że do końca roku inflacja bazowa będzie zgodna z szerokim celem inflacyjnym NBP, chociaż utrzyma się powyżej poziomu 3% r/r. W przyszłym roku oczekujemy jej stopniowego spadku do ok. 2,5% r/r w 2h26.
- **EUR:** Saldo handlowe strefy euro po czerwcu wyniosło 7 mld EUR (vs 16,5 mld EUR w maju) i było wyraźnie niższe od oczekiwań (kons.: 14,5 mld EUR). W ujęciu płynnego roku saldo nieznacznie spadło, do 1,1% PKB. Eksport towarów poza strefę euro wzrósł o 0,4%, a tempo wzrostu było znacznie niższe niż dynamika importu (6,8% r/r). Najmocniej do spadku salda względem maja przyczyniło się obniżenie nadwyżki handlowej w sekcji produktów chemicznych i pokrewnych (spadek z 24,4 mld EUR do 15,1 mld EUR), która wcześniej była podbijana przez przezornościowe zakupy produktów farmaceutycznych przez amerykańskich importerów (w szczególności poprzez zarejestrowane w Irlandii korporacje). W ujęciu całej UE spadek sprzedaży zagranicznej dotyczył przede wszystkim USA (-10,3% r/r) oraz Chin (-12,7% r/r), silnie rósł natomiast eksport do Szwajcarii (13,5% r/r) oraz UK (7,4% r/r). Po stronie importu najbardziej dynamiczny wzrost odnotowano w przypadku produktów z Chin (16,7% r/r), a także z USA (16,4% r/r).
- **POL:** Produkcja usług w maju wzrosła o 7,1% r/r, a względem kwietnia była wyższa o 0,2%. Największy wzrost dotyczył działalności w zakresie usług administrowania (12% r/r) oraz działalności profesjonalnej, naukowej i technicznej (9,8%). Spadek produkcji (zarówno w ujęciu rocznym, jak i miesięcznym) dotyczył jedynie działalności związanej z obsługą rynku nieruchomości, przy słabym popycie mieszkaniowym w warunkach wysokich stóp procentowych. Dane są spójne z naszymi oczekiwaniami, że usługi stanowiły kluczowy motor wzrostu w 2q25 i pozostaną nim w dalszej części roku. Potwierdzają to również tendencje obserwowane w wydatkach kartowych klientów PKO BP, wskazujące na wyższy niż przed rokiem szczyt nakładów poniesionych na hotele/rekreację i gastronomię, który zazwyczaj obserwowany jest mniej więcej w połowie sierpnia.

Wartość eksportu do USA w kategorii farmaceutyki



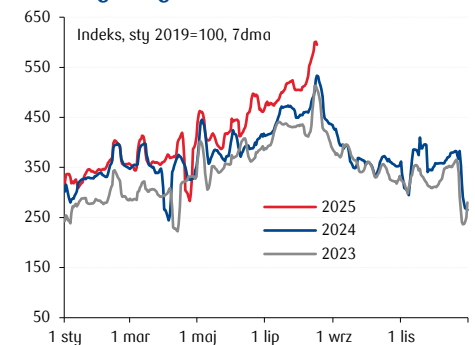
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Wydatki kartowe klientów PKO BP w kategorii hotele/rekreacja



Źródło: PKO Bank Polski.

Wydatki kartowe klientów PKO BP w kategorii gastronomia



Źródło: PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Czwartek, 14 sierpnia						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,7	--	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku (sie.)	10:00	%	4,25	4,25	4,25	4,25
POL: Inflacja CPI (lip., rew.)	10:00	% r/r	4,1	3,1	3,1	3,1
EUR: Produkcja przemysłowa (cze.)	11:00	% r/r	3,1	2,0	--	0,2
USA: Inflacja PPI (lip.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	3,3
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	227	225	--	2224
Piątek, 15 sierpnia						
USA: Sprzedaż detaliczna (lip.)	14:30	% m/m	0,9	0,5	--	0,5
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lip.)	14:30	%, m/m	0,8	0,3	--	0,3
USA: Produkcja przemysłowa (lip.)	15:15	% m/m	0,4	0,0	--	-0,1
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., wst.)	16:00	pkt.	61,7	62,0	--	58,6
Poniedziałek, 18 sierpnia						
EUR: Bilans handlowy (cze.)	11:00	mld	16,5	14,5	--	7,0
POL: Inflacja bazowa (lip.)	14:00	% r/r	3,4	3,4	3,3	3,3
Wtorek, 19 sierpnia						
USA: Rozpoczęcie budowy domów (lip.)	14:30	mln	1,321	1,300	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (lip., wst.)	14:30	mln	1,393	1,388	--	--
Środa, 20 sierpnia						
GER: Inflacja PPI (lip.)	8:00	% r/r	-1,3	-1,3	--	--
SE: Posiedzenie Riksbanku (.)	9:30	%	2,00	2,00	2,00	--
EUR: Inflacja HICP (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Minutes Fed (.)	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 21 sierpnia						
GER: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	9:30	pkt.	49,1	48,9	--	--
GER: PMI w usługach (sie., wst.)	9:30	pkt.	50,6	50,6	--	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lip.)	10:00	% r/r	9,0	8,6	8,4	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lip.)	10:00	% r/r	-0,8	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (lip.)	10:00	% r/r	-0,1	1,6	2,0	--
POL: Inflacja PPI (lip.)	10:00	% r/r	-1,8	-1,4	-1,4	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lip.)	10:00	% r/r	2,2	1,4	1,4	--
POL: Koniunktura konsumencka (sie.)	10:00	pkt.	-14,0	-14,5	-13,5	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	10:00	pkt.	49,8	49,5	--	--
EUR: PMI w usługach (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,0	50,8	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	224	225	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	15:45	pkt.	49,8	49,8	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., wst.)	16:00	pkt.	-14,7	-14,9	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lip.)	16:00	mln	3,93	3,92	--	--
Piątek, 22 sierpnia						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,4	--	--

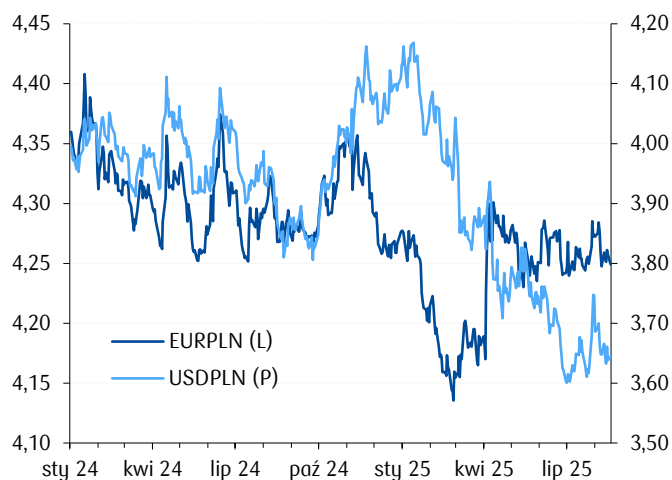
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

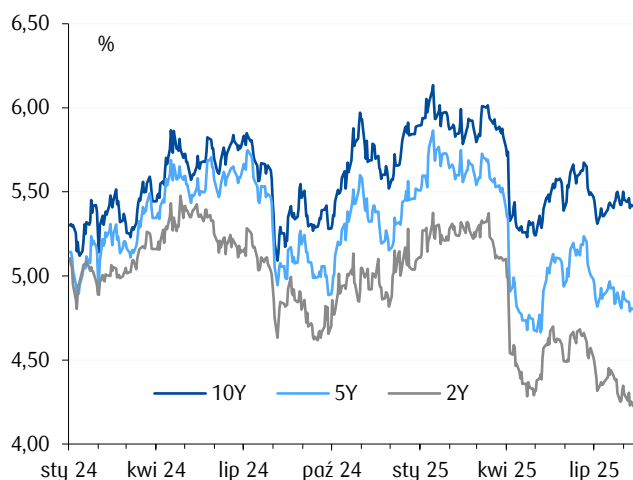
		Wartość 2025-08-18	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2490	-0,2	-0,2	0,1	-0,4	-9,4
	USDPLN	3,6427	0,2	-0,8	0,4	-5,6	-20,8
	CHFPLN	4,5125	0,0	-0,1	-0,8	1,0	-7,4
	GBPPLN	4,9211	-0,2	-0,1	0,5	-1,6	-11,4
	EURUSD	1,1665	-0,4	0,6	-0,3	5,4	14,4
	EURCHF	0,9416	-0,2	-0,1	0,9	-1,5	-2,1
	GBPUSD	1,3517	-0,3	0,8	0,2	4,1	11,9
	USDJPY	147,96	0,7	-0,1	0,4	1,1	11,3
	EURCZK	24,48	0,1	0,1	-0,6	-2,7	0,0
Obligacje	EURHUF	395,18	0,1	-0,1	-1,0	0,2	-1,0
	PL2Y	4,26	4	3	-15	-74	-219
	PL5Y	4,85	6	5	-8	-32	-86
	PL10Y	5,44	4	2	3	2	6
	DE2Y	1,97	0	0	16	-48	145
	DE5Y	2,33	0	4	16	14	165
	DE10Y	2,78	0	8	16	52	188
	US2Y	3,77	1	1	-9	-30	57
	US5Y	3,85	1	3	-6	10	94
Akcje	US10Y	4,34	1	6	-4	47	155
	WIG	109 911,6	0,5	-0,2	1,8	29,5	96,0
	WIG20	2 962,1	0,4	-1,1	0,4	22,1	70,7
	S&P500	6 449,2	0,0	1,2	2,3	15,0	50,1
	NASDAQ100	23 713,8	0,0	0,8	2,3	20,0	73,5
	Shanghai Composite**	3 739,3	0,3	2,5	5,0	29,2	14,1
	Nikkei**	43 667,5	-0,1	4,4	9,7	16,8	51,2
	DAX	24 314,8	-0,2	1,0	0,0	32,0	76,0
Surowce	VIX	18,01	-2,5	-6,7	-5,2	17,1	-22,4
	Ropa Brent	66,6	1,1	0,0	-3,8	-14,2	-30,0
	Ropa WTI	64,5	1,1	-0,8	-5,7	-14,9	-30,0
	Złoto	3334,7	-0,2	-0,3	-1,8	33,2	87,4

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

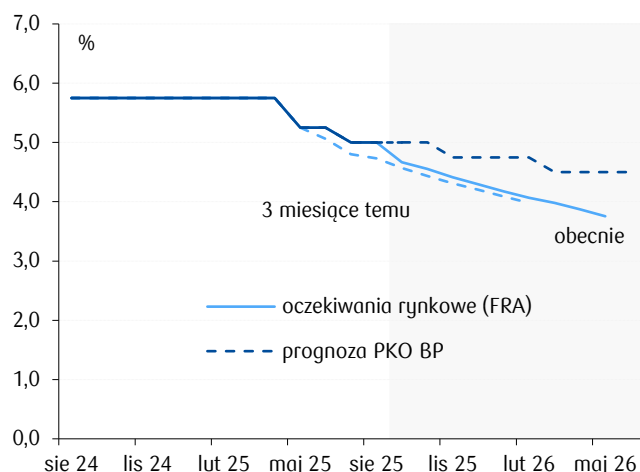
Notowania złotego wobec głównych walut



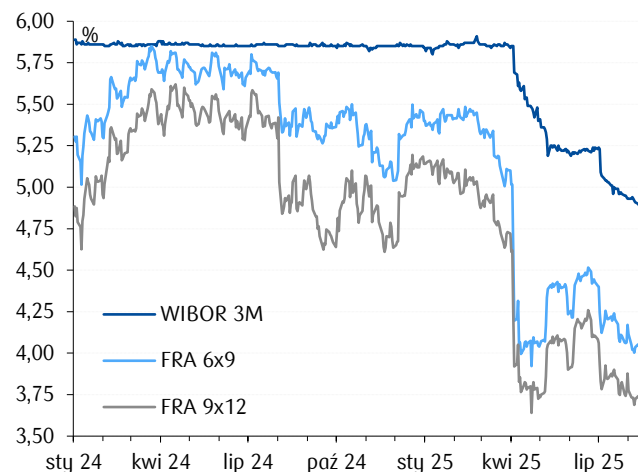
Rentowności polskich obligacji skarbowych



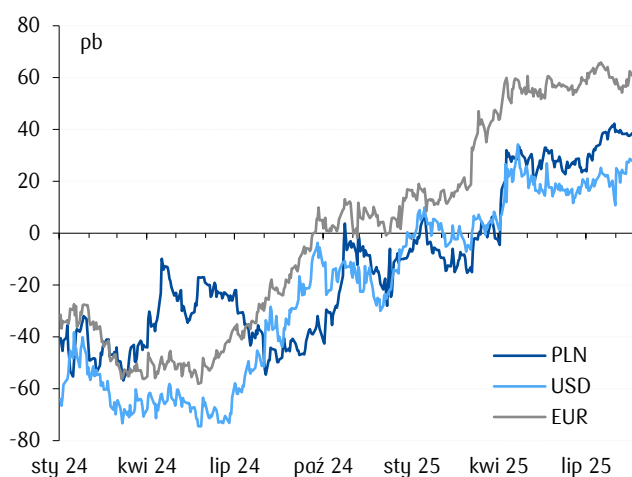
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



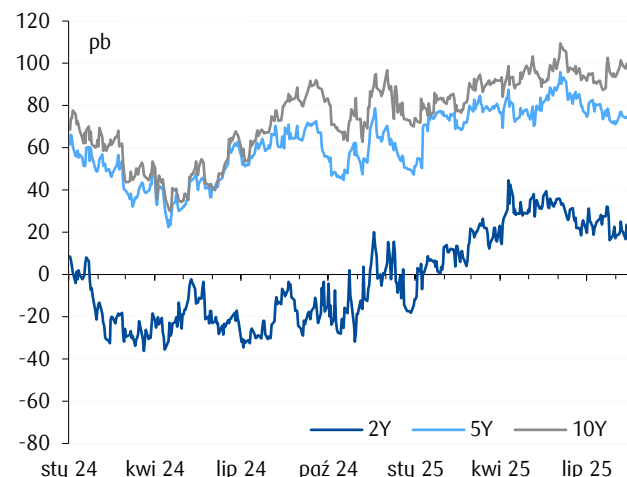
Krótkoterminowe stopy procentowe



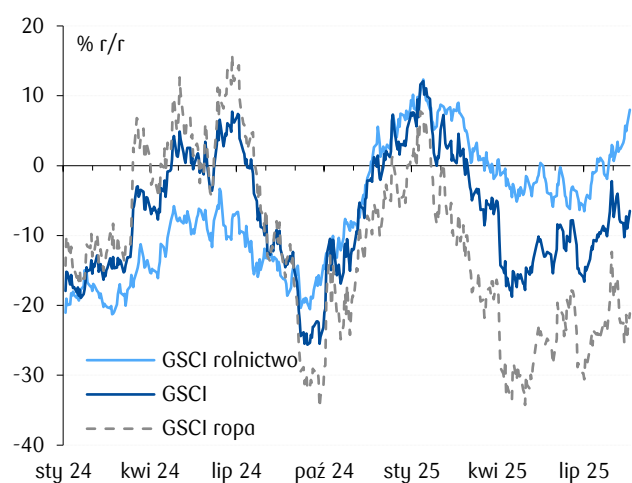
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



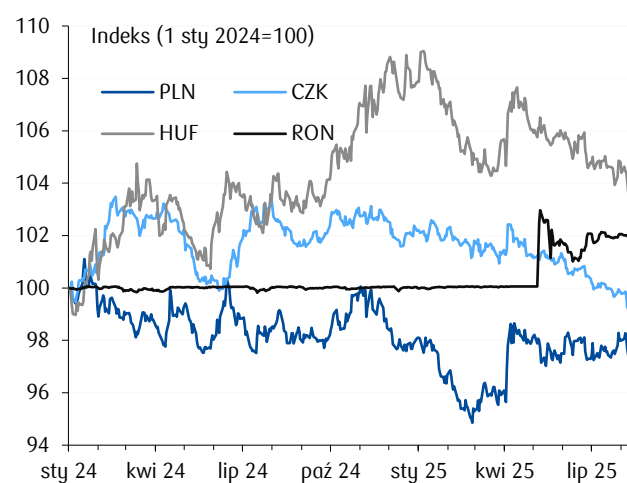
Spread asset swap dla PLN



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.

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
tel: 22 521 80 84
email: analizy.makro@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak	piotr.bujak@pkobp.pl	22 521 80 84
-------------	--	--------------

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl	22 521 67 97
--	--------------

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektor Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierownik)	urszula.krynska@pkobp.pl	722 060 794
Szymon Fabiański	szymon.fabianski@pkobp.pl	722 051 585
Kamil Pastor	kamil.pastor@pkobp.pl	723 670 836
Agnieszka Pierzak	agnieszka.pierzak@pkobp.pl	666 823 657
Michał Reczek	michal.reczek@pkobp.pl	783 552 546
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Jesteś zainteresowany otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego? Napisz do nas:

analizy.makro@pkobp.pl

Nasze analizy znajdziesz również na **X/Twitterze** oraz na stronie internetowej **Centrum Analiz PKO Banku Polskiego**:

 [@PKO_Research](https://twitter.com/PKO_Research)



Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

Informacje i zastrzeżenia:

Niniejszy materiał („Materiał”) ma charakter wyłącznie informacyjny oraz nie stanowi oferty w rozumieniu ustawy - Kodeks cywilny, ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna, sprzedaży lub innego rodzaju przeniesienia któregośkolwiek instrumentu finansowego. Bank dołożył wszelkich racjonalnych i niezbędnych starań, aby informacje zamieszczone w Materiale były rzetelne oraz oparte na wiarygodnych źródłach.

Informacje zawarte w Materiale nie mogą być traktowane jako propozycja nabycia którychkolwiek instrumentów finansowych, usługa doradztwa inwestycyjnego lub podatkowego ani jako forma świadczenia pomocy prawnej. Prognozy oraz dane zawarte w Materiale nie stanowią zapewnienia uzyskania określonych wyników jakichkolwiek transakcji finansowych ani przyszłych cen którychkolwiek instrumentów finansowych.

Materiał nie stanowi badania inwestycyjnego ani publikacji handlowej w rozumieniu Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy.

Bank i jego spółki (podmioty) zależne oraz pracownicy tych podmiotów mogą być zainteresowani zawarciem lub być stroną transakcji finansowych, w tym zawartych na instrumentach finansowych, których wynik jest uzależniony od czynników (danych i informacji) wymienionych w Materiałach.

Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski Spółka Akcyjna z siedzibą w Warszawie przy ul. Świętokrzyskiej 36, 00-116 Warszawa, zarejestrowana w Sądzie Rejonowym dla miasta stołecznego Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego pod nr KRS 0000026438; NIP: 525-000-77-38 REGON: 016298263; kapitał zakładowy (kapitał wpłacony) 1 250 000 000 PLN.