

Jaki był początek 3q25 w polskiej gospodarce?

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Nastroje na amerykańskiej giełdzie były wczoraj słabe. Obawy inwestorów, że entuzjazm wobec sztucznej inteligencji może być nadmierny, doprowadziły do przeceny spółek technologicznych. Rentowności amerykańskich obligacji były stabilne, w oczekiwaniu na piątkowe wystąpienie J.Powella. Dolar lekko się osłabił, jednak kurs EURUSD pozostał poniżej 1,17. Notowania złotego względem głównych walut niewiele się zmieniły podczas wczorajszej sesji, stabilne były też rentowności krajowych obligacji.
- Dziś rozpoczyna się coroczne sympozjum bankierów centralnych w Jackson Hole** organizowane przez Rezerwę Federalną z Kansas City. Zagadnienia tegorocznego sympozjum obejmują wyzwania związane z wydajnością gospodarek w obliczu starzejących się społeczeństw (tytuł „Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy”). Największą uwagę przykują jak zwykle panel z udziałem prezesów głównych banków centralnych (sobota) oraz piątkowe wystąpienie J.Powella, na którym przedstawi nowe ramy polityki Fed. Wydarzenie będzie kolejną okazją do okazania przez środowisko związane z bankowością centralną wsparcia J.Powellowi, w obliczu regularnych ataków D.Trumpa.
- W Europie uwaga skupi się na wskaźnikach PMI** – najpierw w Niemczech, a później w całej strefie euro. W obu przypadkach rynkowe oczekiwania malują obraz w nieco pesymistycznych barwach. Na koniec dnia poznamy także **wstępne dane o koniunkturze konsumenckiej** w sierpniu, które także powinny wskazać na nieznaczne pogorszenie nastrojów.
- W Stanach Zjednoczonych również poznamy wstępny odczyt wskaźnika PMI w przetwórstwie w sierpniu**, który zgodnie z oczekiwaniami ma utrzymać się na poziomie nieco poniżej neutralnego (50 pkt.). Ponadto zostaną opublikowane dane o sprzedaży domów na rynku wtórnym w lipcu oraz cotygodniowe dane o liczbie wniosków o zasiłek dla bezrobotnych.
- W Polsce tryptyk – dane z rynku pracy, dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej oraz dane o koniunkturze konsumenckiej.** Na rynku pracy spodziewamy się wyhamowania dynamiki wynagrodzeń do 8,4% r/r (kons.: 8,6% r/r) z 9,0% r/r w czerwcu. Według naszych szacunków ryzyko dla prognozy przechylone jest w dół. Zmiana zatrudnienia powinna

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

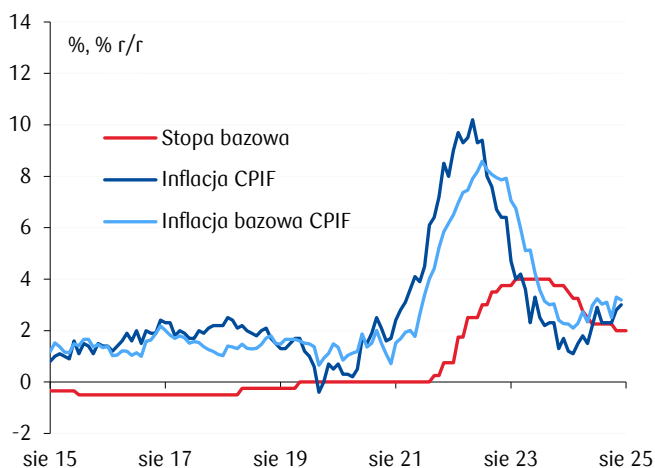
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

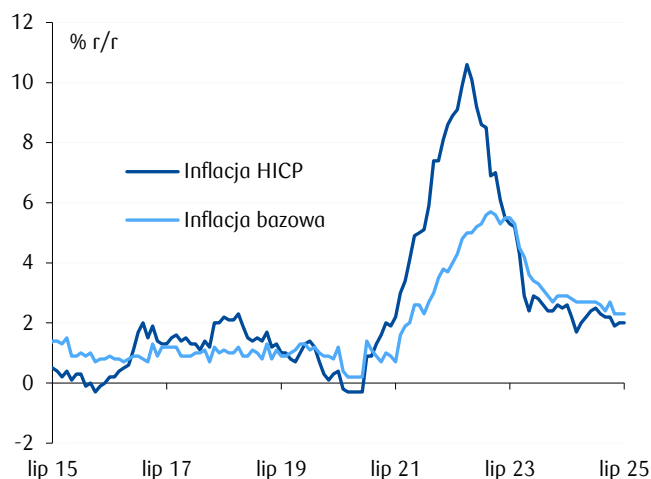
	Wartość 2025-08-20	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2523	0,2
USDPLN	3,6460	0,3
CHFPLN	4,5356	0,6
GBPPLN	4,9084	-0,2
EURUSD	1,1663	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,25	0
PL5Y	4,82	-2
PL10Y	5,43	-1
DE10Y	2,72	-4
US10Y	4,29	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	110 797,0	-0,4
DAX	24 277,0	-0,6
S&P500	6 395,8	-0,2
Nikkej**	42 634,9	-0,6
Shanghai Comp.**	3 779,5	0,4
Surowce:		
Złoto	3342,86	0,6
Ropa Brent	66,84	1,6

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.

Stopa bazowa Riksbanku na tle inflacji CPIF w Szwecji



Inflacja HICP w strefie euro

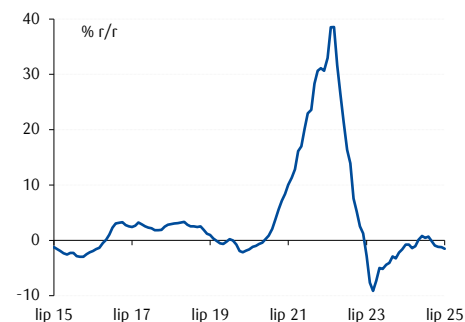


utrzymać się na poziomie $-0,8\%$ r/r (kons.: $-0,8\%$ r/r) – jego roczna dynamika jest determinowana przede wszystkim przez styczniową aktualizację próby przedsiębiorstw. Kluczowa dla oceny warunków na rynku będzie miesięczna zmiana zatrudnienia na tle wzorca sezonowego. **W przypadku zarówno produkcji przemysłowej jak i budowlano-montażowej** spodziewamy się umiarkowanych wzrostów, o odpowiednio $2,0\%$ r/r (kons.: $1,6\%$ r/r) i o $1,4\%$ r/r (kons.: $1,4\%$ r/r), przy neutralnym wpływie dni roboczych. Przemysł powinien odrobić część negatywnej niespodzianki z czerwca, w budownictwie dostrzegamy fundamenty pod trwałe ożywienie aktywności (znaczny wzrost robót specjalistycznych w czerwcu, prawdopodobnie związany z rozpoczynaniem nowych projektów). Deflacja w cenach producenta według nas i konsensusu spowolniła do $1,4\%$ r/r. **Ponadto oczekujemy, że koniunktura konsumencka nieznacznie poprawiła się w sierpniu** ($-13,5$ pkt. vs -14 pkt. w lipcu).

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA:** *Minutes* FOMC sugerują, że na ostatnim posiedzeniu Komitetu większość jego uczestników uznała, że ryzyko inflacyjne przeważa nad obawami o kondycję rynku pracy. Podczas spotkania dyskutowano, czy cła spowodują jednorazowy wzrost cen, czy też bardziej trwałe szok inflacyjny. Kilku uczestników podkreślało, że inflacja przez dłuższy czas przekraczała poziom 2% i że to doświadczenie zwiększa ryzyko odkotwiczenia długoterminowych oczekiwań inflacyjnych w reakcji na wzrost ceł. Wielu obecnych podkreśliło, że może minąć trochę czasu, zanim cła w pełni przełożą się na ceny towarów i usług konsumpcyjnych. Jednocześnie część członków FOMC zaznaczyła, że nie byłoby ani wykonalne, ani zasadne oczekiwanie na całkowite wyjaśnienie wpływu ceł na inflację przed skorygowaniem kierunku polityki pieniężnej. Lipcowe posiedzenie odbyło się przed publikacją rozczarowującego raportu z rynku pracy, który zapewne wpłynie na bilans ryzyka dla poszczególnych elementów mandatu Fed. Naszym zdaniem we wrześniu FOMC obniży stopy procentowe o 25pb.
- **SWE:** Riksbank utrzymał stopy procentowe na niezmiennym poziomie, stopa bazowa wynosi więc nadal $2,00\%$. Decyzja była zgodna z naszymi i rynkowymi prognozami, a oczekiwania na pauzę były wspierane przez nieoczekiwany wzrost inflacji CPIX w lipcu do $3,0\%$ r/r z $2,8\%$ r/r w czerwcu. W komunikacie Bank zasignalizował, że wzrost inflacji ma charakter przejściowy. Podkreślono, że wciąż jest pewna szansa na obniżkę stóp procentowych jeszcze w tym roku, zgodnie z czerwcową projekcją, jednak w scenariuszu bazowym zakładamy, że do końca roku Riksbank utrzyma stopę na poziomie $2,00\%$. Więcej pewności co do przyszłej ścieżki stóp w Szwecji uzyskamy wraz z publikacją nowej projekcji 23 września.
- **EUR:** Inflacja HICP w lipcu ustabilizowała się na poziomie $2,0\%$ r/r i była zgodna ze wstępnym odczytem. Jednocześnie inflacja bazowa wyniosła $2,3\%$ r/r, również bez zmiany względem poprzedniego miesiąca. Dynamika cen usług obniżyła się do $3,2\%$ r/r z $3,3\%$ r/r, zaś dynamika cen dóbr przyspieszyła do $1,1\%$ r/r z $0,9\%$ r/r. W szczególności wyższa była dynamika cen żywności i napojów ($3,2\%$ r/r vs $2,9\%$ r/r) oraz energii ($-2,4\%$ r/r vs $-2,6\%$ r/r). W ujęciu miesięcznym inflacja HICP wyniosła $0,0\%$, zaś jej bazowa wersja była równa $-0,2\%$ m/m. W ujęciu geograficznym utrzymuje się istotne zróżnicowanie rocznej inflacji – od $0,1\%$ na Cyprze i $0,9\%$ r/r we Francji do $4,6\%$ r/r na Słowacji i $5,6\%$ r/r w Estonii. W całej Unii Europejskiej inflacja HICP wyniosła $2,4\%$ r/r, zaś w Polsce $2,9\%$ r/r.
- **GER:** Wskaźnik PPI w lipcu wyniósł $-1,5\%$ r/r wobec $-1,3\%$ r/r w czerwcu (kons.: $-1,3\%$ r/r). Obniżyła się zarówno dynamika cen w kategorii energia (do $-6,8\%$ r/r z $-6,4\%$ r/r miesiąc wcześniej), jak i PPI z wyłączeniem energii (do $1,0\%$ r/r z $1,3\%$ r/r). W ujęciu miesięcznym ceny producentów obniżyły się o $0,1\%$.

Inflacja PPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **EUR:** Podczas [wystąpienia](#) w Genewie **Ch.Lagarde podkreśliła odporność gospodarki strefy euro w obliczu globalnej niepewności powiązanej z polityką D.Trumpa**. Jej zdaniem przyczyny obserwowanej na początku roku odporności leżą w (1) ożywieniu eksportu przezornościowego przed wprowadzeniem ceł wzajemnych, szczególnie widocznym w przypadku sektora farmaceutycznego (2) silnej prywatnej konsumpcji i inwestycjach. W najbliższym czasie wzrost najpewniej spowolni, a umowa handlowa pomiędzy UE i USA znacząco podnosi przeciętny poziom ceł. Bankierka zaznaczyła, że ostateczne stawki celne na poziomie 12-16% są zbliżone, chociaż nieco wyższe od założeń bazowego scenariusza w czerwcowej projekcji, jednocześnie są znacznie niższe niż założony wówczas najbardziej pesymistyczny scenariusz. Ch.Lagarde powiedziała, że ustalenia umowy handlowej zostaną uwzględnione we wrześniowej projekcji EBC, co naszym zdaniem, ze względu na niższą aktywność w gospodarce, otworzy drogę do kolejnej obniżki stóp procentowych.
- **USA:** Dyrektor Federalnej Agencji Finansowania Mieszkalnictwa wezwał prokurator generalną P.Bondi do **wszczęcia dochodzenia wobec członkini Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej, L.Cook**, w związku z nieprawidłowościami przy zaciąganiu kredytów hipotecznych (deklaracja dwóch różnych nieruchomości jako miejsca stałego zamieszkania). Prezydent D.Trump oświadczył w mediach społecznościowych, że L.Cook „musi natychmiast zrezygnować”. Sama zainteresowana stwierdziła, że „nie zamierza ulec presji i ustąpić ze stanowiska”.

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: Rozpoczęte budowy domów (lip.)	14:30	mln	1,358	1,300	--	1,428
USA: Pozwolenia na budowę (lip., wst.)	14:30	mln	1,393	1,388	--	1,354
Środa, 20 sierpnia						
GER: Inflacja PPI (lip.)	8:00	% r/r	-1,3	-1,3	--	-1,5
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	2,00	2,00	2,00	2,00
EUR: Inflacja HICP (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,0	--	2,0
EUR: Inflacja bazowa (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,3	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	--	--

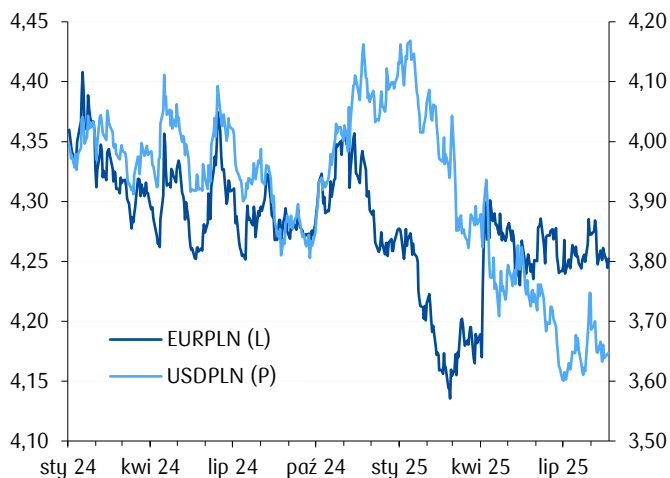
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

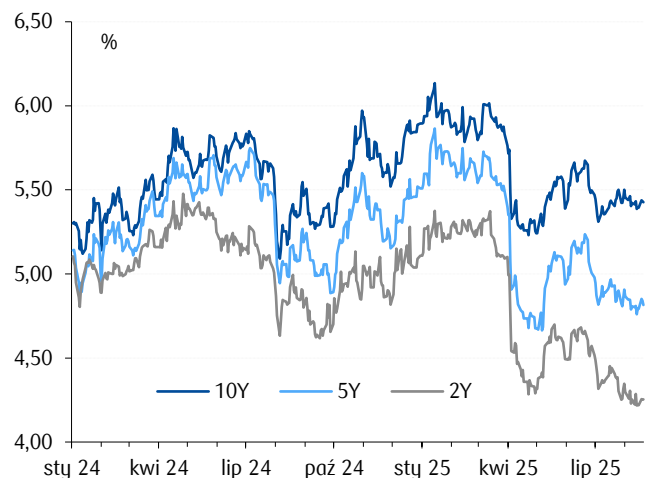
		Wartość 2025-08-20	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2523	0,2	0,0	0,0	-0,8	-9,5
	USDPLN	3,6460	0,3	0,5	0,6	-5,3	-21,2
	CHFPLN	4,5356	0,6	0,5	-0,7	0,5	-6,5
	GBPPLN	4,9084	-0,2	-0,5	0,1	-2,4	-11,8
	EURUSD	1,1663	-0,1	-0,5	-0,6	4,8	14,8
	EURCHF	0,9376	-0,4	-0,5	0,6	-1,2	-3,2
	GBPUSD	1,3473	-0,2	-0,7	-0,6	3,2	11,9
	USDJPY	147,00	-0,5	-0,1	0,4	1,0	8,5
	EURCZK	24,49	0,2	0,1	-0,4	-2,4	-0,3
	EURHUF	394,70	0,2	-0,2	-1,0	0,6	-2,2
Obligacje	PL2Y	4,25	0	4	-13	-63	-261
	PL5Y	4,82	-2	6	-2	-27	-127
	PL10Y	5,43	-1	4	-2	8	-32
	DE2Y	1,93	-3	0	14	-44	121
	DE5Y	2,28	-3	2	12	16	139
	DE10Y	2,72	-4	4	12	52	164
	US2Y	3,75	0	7	-15	-19	45
	US5Y	3,81	-1	4	-13	16	76
	US10Y	4,29	-2	5	-10	49	139
Akcje	WIG	110 797,0	-0,4	0,0	2,6	31,6	101,9
	WIG20	2 982,3	-0,4	-0,5	1,2	24,2	77,2
	S&P500	6 395,8	-0,2	-1,1	0,6	13,8	49,6
	NASDAQ100	23 249,6	-0,6	-2,5	0,4	17,3	72,6
	Shanghai Composite**	3 779,5	0,4	2,6	5,5	32,3	14,8
	Nikkei**	42 619,8	-0,6	-1,5	3,5	12,3	45,8
	DAX	24 277,0	-0,6	0,4	0,1	31,6	78,2
	VIX	18,30	-0,5	-1,1	1,1	12,8	-21,4
Surowce	Ropa Brent	66,8	1,6	1,8	-2,4	-12,1	-28,6
	Ropa WTI	64,2	1,3	0,8	-2,8	-11,8	-29,4
	Złoto	3342,9	0,6	-0,5	-2,1	33,4	89,6

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

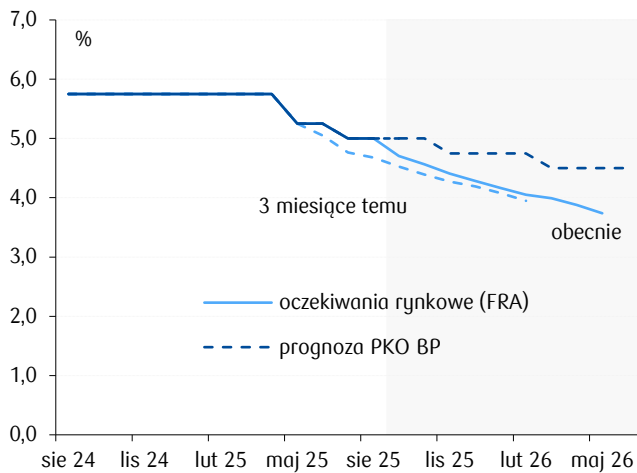
Notowania złotego wobec głównych walut



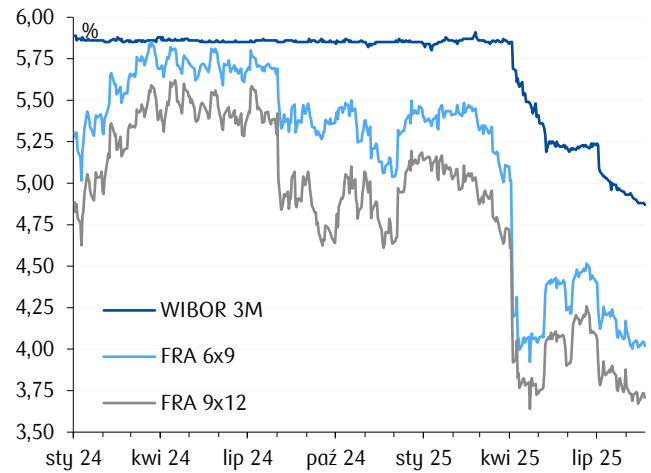
Rentowności polskich obligacji skarbowych



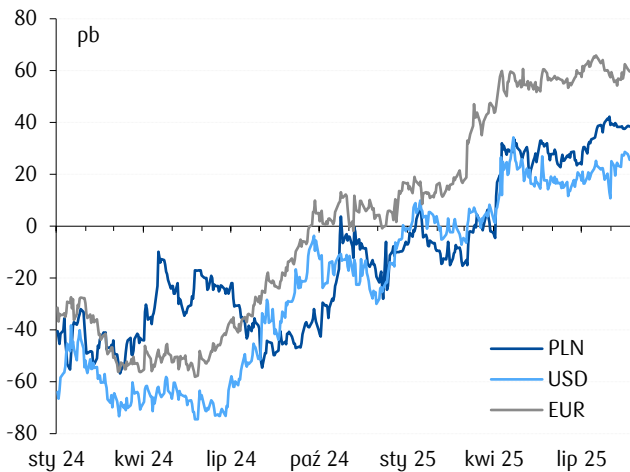
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



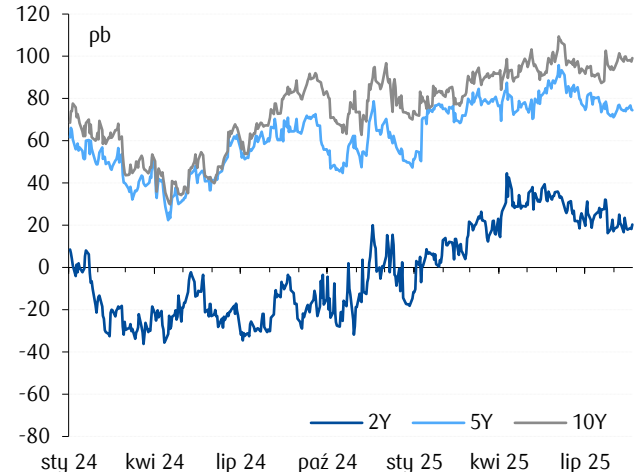
Krótkoterminowe stopy procentowe



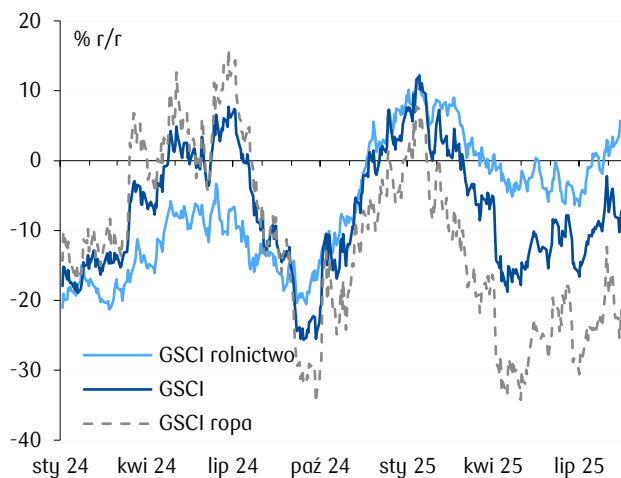
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



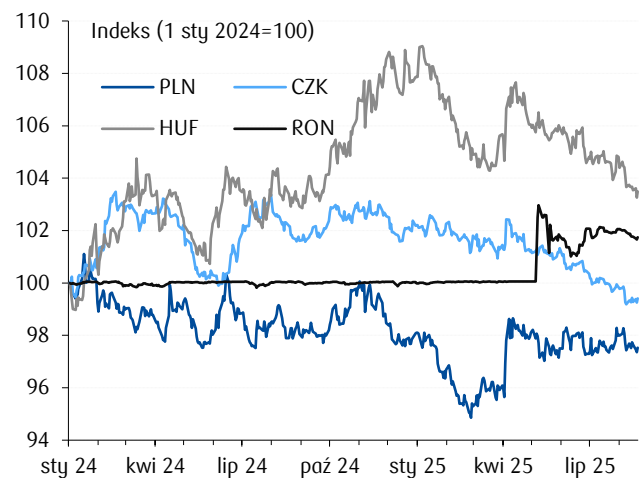
Spread asset swap dla PLN



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.

