

Obniżki lekiem na „wymagającą sytuację”?

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Koniec tygodnia przyniósł powiew optymizmu na rynkach, po wystąpieniu J.Powella w Jackson Hole, w czasie którego prezes Fed zasugerował możliwość dostosowania parametrów polityki pieniężnej w USA. W reakcji na te słowa S&P wzrósł o 1,5%, powracając do poziomu z początku minionego tygodnia. Rentowności amerykańskich *Treasuries* obniżyły się, w szczególności na krótkim końcu krzywej, w tym 2-letnich obligacji o blisko 10pb. Spadki rentowności skarbowych obligacji były obserwowane również na innych rynkach bazowych. Lepszy sentyment przełożył się na osłabienie dolara – kurs EURUSD wzrósł do 1,17. Złoty w pierwszej połowie dnia osłabiał się, a następnie odrobił straty względem euro, kończąc dzień w okolicy 4,25, podczas gdy umocnił się wobec dolara – kurs USDPLN spadł w okolice 3,63. Rentowności krajowych obligacji nieznacznie spadły.
- W centrum uwagi rynków znajdują się w najbliższych dniach w dane inflacyjne, na które musimy jednak poczekać do końca tygodnia – w piątek opublikowane zostaną wstępne odczyty sierpniowej inflacji z Polski i Niemiec oraz lipcowy deflator PCE z USA.
- Na początku tygodnia nie zabraknie ważnych polskich danych – poznamy dynamikę sprzedaży detalicznej (pon.) oraz podaży pieniądza M3 (pon.) w lipcu. Zarówno rynkowy konsensus, jak i my, zakładamy przyspieszenie dynamiki sprzedaży w lipcu, choć na tle mediany oczekiwań jesteśmy optymistami (PKOe: 3,5% r/r, kons.: 3,1% r/r). Podaż pieniądza M3 w lipcu najpewniej rośnie w tempie zbliżonym do poprzedniego miesiąca (PKOe, kons.: 10,6% r/r). W poniedziałek zostaną także opublikowane **wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych**. We wtorek GUS opublikuje ostateczne dane o stopie bezrobocia, która zgodnie z szacunkiem MRPiPS w lipcu wzrosła do 5,4% z 5,2% w czerwcu. **Koniec tygodnia przyniesie wstępny szacunek inflacji CPI (pt.)** – zakładamy, że w sierpniu nadal się obniżała po skokowym spadku do 3,1% r/r w lipcu.
- Poza inflacją CPI w Polsce poznamy także wstępne dane o inflacji CPI i HICP w Niemczech w sierpniu (pt.) oraz o preferowanej przez Fed mierze inflacji – deflatorze PCE i jego bazowej wersji w lipcu (pt.). W Niemczech oczekiwany jest wzrost inflacji CPI do 2,1% r/r przy równoczesnym wzroście inflacji HICP do 2,0% r/r. Z kolei deflator PCE najpewniej pozostanie na poziomie

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO_Research

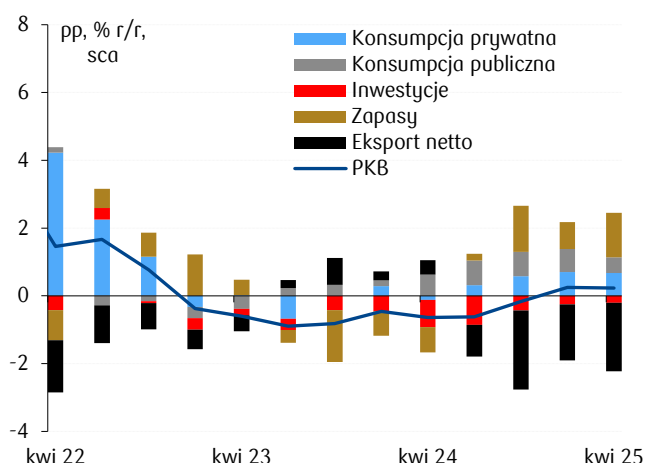
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-08-22	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2545	0,0
USDPLN	3,6308	-0,8
CHFPLN	4,5297	0,0
GBPPLN	4,9221	0,1
EURUSD	1,1718	0,9
Obligacje:		
PL2Y	4,32	5
PL5Y	4,82	-3
PL10Y	5,42	-2
DE10Y	2,72	-4
US10Y	4,26	-7
Indeksy akcyjne:		
WIG	107 648,4	-3,9
DAX	24 363,1	0,3
S&P500	6 466,9	1,5
Nikkei**	42 767,8	0,3
Shanghai Comp.**	3 859,3	0,9
Surowce:		
Złoto	3376,40	1,1
Ropa Brent	67,73	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.

Dekompozycja wzrostu PKB w Niemczech



Zagregowany (PKO BP) wskaźnik koniunktury w Polsce



z poprzedniego miesiąca (2,6% r/r), jednak nieznacznie wzrosnąć może inflacja bazowa PCE (do 2,9% r/r).

- W tym tygodniu poznamy sierpniowe wskaźniki koniunktury z Europy i USA, szczególnie interesujące w obliczu opublikowanych w zeszłym tygodniu nieoczekiwanie dobrych wyników indeksów PMI. Na pierwszy ogień idzie **indeks Ifo w Niemczech** (pon.), który po lipcowym wzroście powinien pokazać stabilizację koniunktury wśród niemieckich przedsiębiorstw w sierpniu. **Indeks zaufania konsumentów Conference Board** (wt.), a także **finalny odczyt indeksu Uniwersytetu Michigan** (pt.) najpewniej pokażą pogorszenie nastrojów amerykańskich konsumentów w sierpniu. Warto przy tym zwrócić uwagę na oczekiwania inflacyjne mierzone przez Uniwersytet Michigan, które zgodnie ze wstępnym odczytem w sierpniu ponownie wzrosły. W czwartek poznamy ostateczne dane dotyczące koniunktury konsumenckiej w strefie euro, która zgodnie z odczytem flash pogorszyła się w sierpniu. **Jednocześnie opublikowany zostanie wskaźnik koniunktury ESI w strefie euro** (oczekiwana jest minimalna poprawa nastrojów przedsiębiorstw).
- W polityce pieniężnej nie będzie działać się wiele – we wtorek Bank Węgier zbierze się na posiedzeniu i prawdopodobnie po raz kolejny utrzyma stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa bazowa wynosi 6,50%). Wysoka inflacja CPI odsuwa w czasie obniżki stóp. Naszym zdaniem Bank może zdecydować się w tym roku najwyżej na jedną obniżkę, bliżej końca roku. **W czwartek zostanie opublikowany protokół z lipcowego posiedzenia EBC** – wypowiedzi Ch.Lagarde po posiedzeniu, na którym nie zmieniono stóp zostały odebrane jastrzębio. My widzimy jednak przestrzeń do jeszcze jednej obniżki stóp w tym roku.
- Na nieco dalszym planie znajdzie się pakiet danych z USA, w tym z rynku nieruchomości: sprzedaż nowych domów (pon.), pozwolenia na budowę (pon.) i ceny nieruchomości (wt.). Ponadto we wtorek poznamy wstępne dane o zamówieniach na dobra trwałe, zaś w drugiej części tygodnia spłyną cotygodniowe dane o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych (czw.), dane o dochodach i wydatkach Amerykanów w lipcu (pt.) oraz dane o bilansie handlowym w lipcu (pt.), które powinny wskazać na stabilizację deficytu handlowego na poziomie około 88 mld USD miesięcznie.
- **Emocji raczej nie wywołają kolejne odczyty wzrostu PKB w 2q25.** Najpierw poznamy dane z USA (czw.), gdzie wzrost PKB wyniósł 3,0% q/q saar po spadku o 0,5% q/q saar w 1q25. Z kolei PKB w Czechach w 2q25 według wstępnych danych wzrósł o 2,4% r/r, a w piątek poznamy jego składowe.
- **W regionie odnotujemy spodziewany wzrost stopy bezrobocia na Węgrzech** w lipcu (czw.), węgierskie saldo handlowe w lipcu (pt.) oraz dane o bezrobociu w Niemczech w sierpniu (pt.).

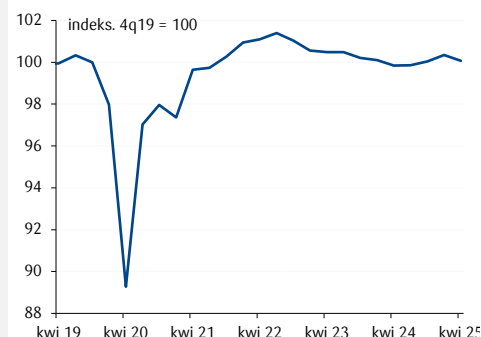
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **USA: Coroczne wystąpienie J.Powella podczas sympozjum w Jackson Hole miało gołąbnią wymowę.** Przewodniczący FOMC ocenił, że ponieważ polityka Fed znajduje się ciągle w obszarze restrykcyjnym, to zarówno podstawowa prognoza Fed jak i zmieniająca się równowaga czynników ryzyka mogą uzasadniać dostosowanie polityki Fed. Zasugerował, że **rosnące ryzyko dla rynku pracy może uzasadniać obniżkę już we wrześniu** (taki scenariusz jest już w pełni wyceniany przez rynki finansowe, chociaż szef Fed nie podał konkretnej daty). Choć J.Powell przyznał, że skutki wojny handlowej prowadzonej przez administrację D.Trumpa są obecnie wyraźnie widoczne w cenach konsumpcyjnych, zasugerował jednocześnie, że ich wpływ prawdopodobnie nie będzie trwały i okaże się raczej jednorazowym szokiem, który bank centralny może pominąć w swoich decyzjach. Dodał, że „ryzyka dla inflacji są przechylone w górę, a ryzyka dla zatrudnienia – w dół, co stanowi wymagającą sytuację”. Ponadto podkreślił, że decyzje monetarne są

i będą podejmowane przede wszystkim na bazie danych ekonomicznych, niezależnie od politycznych nacisków. **Wypowiedź J.Powella wpisuje się w nasz scenariusz bazowy zakładający obniżkę stóp o 25pb we wrześniu oraz jeszcze jedną do końca roku.** Wystąpienie potwierdza przesunięcie uwagi Fed z inflacji na rynek pracy, które nastąpiło po słabym raporcie za lipiec. Dla wrześniowej decyzji kluczowe będą naszym zdaniem kolejne dane o zatrudnieniu, które poznamy 5 września.

- **GER:** Dynamika PKB w 2q25 została zrewidowana w dół do $-0,3\%$ q/q sca ($-0,1\%$ q/q wg wstępnego odczytu) wobec wzrostu o $0,3\%$ q/q (sca) w 1q25. W ujęciu rocznym PKB obniżył się o $0,2\%$ nsa (vs $0,0\%$ r/r wg wstępnego odczytu), natomiast po oczyszczeniu z efektów sezonowych i kalendarzowych wzrósł o $0,2\%$ r/r (rewizja w dół z $0,4\%$ r/r) wobec $0,3\%$ r/r w 1q25. Największy wkład do wzrostu PKB w ujęciu r/r sca miały zmiana zapasów ($1,3pp$) oraz konsumpcja prywatna ($0,7pp$) i publiczna ($0,5pp$). W przeciwnym kierunku oddziaływały inwestycje ($-0,2pp$) oraz eksport netto ($-2,0pp$). PKB w Niemczech wciąż oscyluje wokół prepandemicznego poziomu z 4q19 (por. wykres na marginesie).
- **POL:** Zagregowany przez nas na podstawie danych GUS wskaźnik koniunktury gospodarczej w sierpniu wzrósł do $-1,4$ pkt. z $-2,0$ pkt. w lipcu. Największą poprawę nastrojów odnotowano w zakwaterowaniu i gastronomii ($+2,1$ pkt. m/m) oraz finansach i ubezpieczeniach ($+1,5$ pkt. m/m). Nieco mniejszą poprawę obserwowano w handlu detalicznym ($+1,1$ pkt. m/m), przemyśle ($+1,0$ pkt. m/m) oraz informacji i komunikacji ($+0,7$ pkt. m/m). Nastroje nie zmieniły się w budownictwie, w handlu hurtowym pogorszyły się jedynie nieznacznie ($-0,1$ pkt. m/m) oraz bardziej istotnie w transporcie i gospodarce magazynowej ($-1,0$ pkt. m/m). Z publikacji wynika także, że większość firm, niezależnie od branży, planuje utrzymać bądź zwiększyć skalę inwestycji w 2025 względem 2024. Dane utwierdzają nas w przekonaniu o trwającej stopniowej poprawie sytuacji w strefie realnej i wspierają scenariusz przyspieszenia wzrostu PKB.
- **POL:** Narodowy Bank Polski poinformował, że obserwowane w bieżącym roku umocnienie złotego wobec walut obcych (w szczególności dolara amerykańskiego), może przyczynić się do odnotowania przez NBP ujemnego wyniku finansowego za rok 2025 (przekraczającego nawet 30 mld PLN, gdyby kursy walut kształtowały się na poziomie z końca czerwca 2025).
- **POL:** Ministerstwo Finansów poinformowało, że nie pracuje obecnie nad rozwiązaniem zmierzającym do opodatkowania rezerw obowiązkowych utrzymywanych w NBP. Resort poinformował również, że nie są prowadzone prace nad nowelizacją ustawy budżetowej na 2025.
- **POL:** Prezydent K.Nawrocki nie podpisze proponowanej przez MinFin ustawy podnoszącej akcyzę na alkohol, nie będzie też jego zgody na wzrost opłaty cukrowej, wynika z wypowiedzi szefa Kancelarii Prezydenta Z.Boguckiego. Takie działanie Prezydenta miałoby być realizacją obietnicy wyborczej braku podwyżek podatków.
- **EUR/UK/JPN:** Podczas sobotniego panelu w Jackson Hole szefowie BoE, BoJ i EBC unikali komentarzy dotyczących perspektyw polityki pieniężnej, skupiając się na wyzwaniach lokalnych rynków pracy. Zdaniem K.Uedy w Japonii, gdzie starzenie się społeczeństwa i niski wskaźnik urodzeń ograniczają podaż pracy, pomocne mogłoby być zwiększenie pełnoetatowego zatrudnienia kobiet oraz zatrudnianie większej liczby pracowników zagranicznych. Z kolei A.Bailey podkreślił, że połączenie niskiej produktywności i słabych współczynników aktywności zawodowej sprawia, iż Wielka Brytania stoi wobec poważnego wyzwania w zakresie podniesienia tempa potencjalnego wzrostu gospodarczego. Ch.Lagarde miała bardziej optymistyczny przekaz, zaznaczając, że rynek pracy w Europie okazał się zaskakująco odporny wobec bezprecedensowego szoku inflacyjnego oraz agresywnych podwyżek stóp procentowych.

Poziom PKB w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 22 sierpnia						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,4	--	0,2
Poniedziałek, 25 sierpnia						
GER: Indeks Ifo (sie.)	10:00	pkt.	88,6	88,8	--	--
POL: Sprzedaż detaliczna (lip.)	10:00	% r/r	2,2	3,1	3,5	--
POL: Podaż pieniądza M3 (lip.)	14:00	% r/r	10,5	10,6	10,6	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lip.)	16:00	tys.	627	630	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (lip., rew.)	16:00	mln	1,393	1,354	--	--
Wtorek, 26 sierpnia						
POL: Stopa bezrobocia (lip.)	10:00	%	5,2	5,4	5,4	--
HUN: Posiedzenie MNB (sie.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., wst.)	14:30	% m/m	-9,4	-4,0	--	--
USA: Ceny nieruchomości (cze.)	15:00	% r/r	2,79	2,2	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sie.)	16:00	pkt.	97,2	96,4	--	--
Czwartek, 28 sierpnia						
HUN: Stopa bezrobocia (lip.)	8:30	%	4,3	4,4	--	--
EUR: Podaż pieniądza M3 (lip.)	10:00	% r/r	3,3	3,5	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)	11:00	pkt.	-14,7	-15,5	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)	11:00	pkt.	95,8	96,0	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
POL: Minutes NBP	14:00	--	--	--	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	-0,5	3,0	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	1,6	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	235	230	--	--
Piątek, 29 sierpnia						
HUN: Saldo handlowe (lip.)	8:30	mln HUF	978	0	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,4	2,4	--	--
GER: Stopa bezrobocia (sie.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
POL: Inflacja CPI (sie., wst.)	10:00	% r/r	3,1	2,9	--	--
GER: Inflacja CPI (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,1	--	--
GER: Inflacja HICP (sie., wst.)	14:00	% r/r	1,8	2,0	--	--
USA: Dochody Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,5	--	--
USA: Deflator PCE (lip.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (lip.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-86,0	-89,7	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	61,7	58,6	--	--

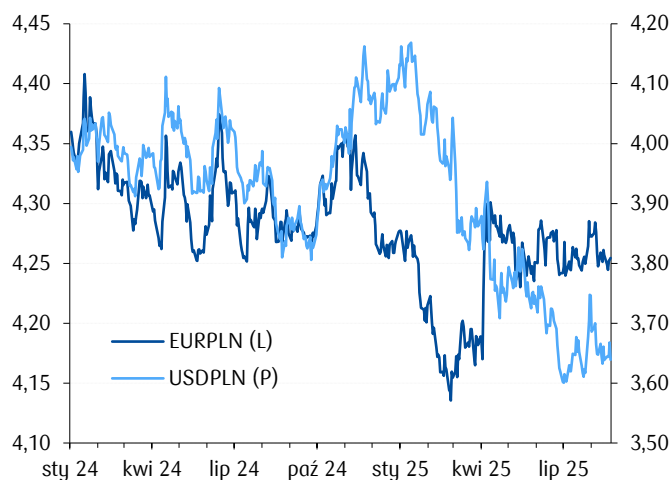
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

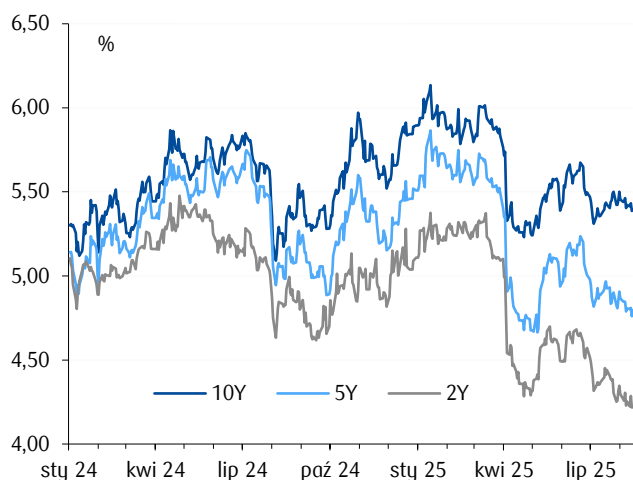
		Wartość 2025-08-22	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2545	0,0	-0,1	0,1	-0,3	-10,4
	USDPLN	3,6308	-0,8	-0,1	0,2	-4,9	-23,2
	CHFPLN	4,5297	0,0	0,3	-0,4	0,7	-8,1
	GBPPLN	4,9221	0,1	-0,2	1,3	-2,2	-12,1
	EURUSD	1,1718	0,9	0,1	-0,1	4,8	16,7
	EURCHF	0,9393	0,1	-0,4	0,5	-1,0	-2,5
	GBPUSD	1,3525	0,7	-0,3	0,7	2,5	14,6
	USDJPY	146,86	-0,9	0,0	-0,6	1,2	7,1
	EURCZK	24,53	-0,1	0,3	-0,1	-2,1	-0,5
Obligacje	EURHUF	394,63	-0,4	-0,1	-0,4	0,4	-2,6
	PL2Y	4,32	5	10	2	-53	-267
	PL5Y	4,82	-3	2	-8	-26	-154
	PL10Y	5,42	-2	2	-8	8	-61
	DE2Y	1,95	-3	-2	2	-42	112
	DE5Y	2,27	-4	-6	-2	14	125
	DE10Y	2,72	-4	-6	0	50	149
	US2Y	3,69	-10	-6	-22	-22	43
	US5Y	3,76	-9	-8	-19	11	65
Akcje	US10Y	4,26	-7	-6	-13	45	127
	WIG	107 648,4	-3,9	-1,6	-0,8	27,9	97,9
	WIG20	2 880,6	-4,6	-2,3	-2,8	20,0	72,1
	S&P500	6 466,9	1,5	0,3	1,2	14,8	52,9
	NASDAQ100	23 498,1	1,5	-0,9	1,0	19,2	77,4
	Shanghai Composite**	3 857,8	0,8	4,4	7,4	35,2	18,4
	Nikkei**	42 765,1	0,3	-1,4	3,2	11,5	47,8
	DAX	24 363,1	0,3	0,0	0,6	30,8	79,9
Surowce	VIX	17,00	-8,7	-8,0	-5,0	6,7	-29,5
	Ropa Brent	67,7	0,1	2,9	-1,0	-14,3	-30,0
	Ropa WTI	64,1	-0,7	0,5	-3,5	-15,5	-31,5
	Złoto	3376,4	1,1	1,0	1,3	34,2	93,0

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

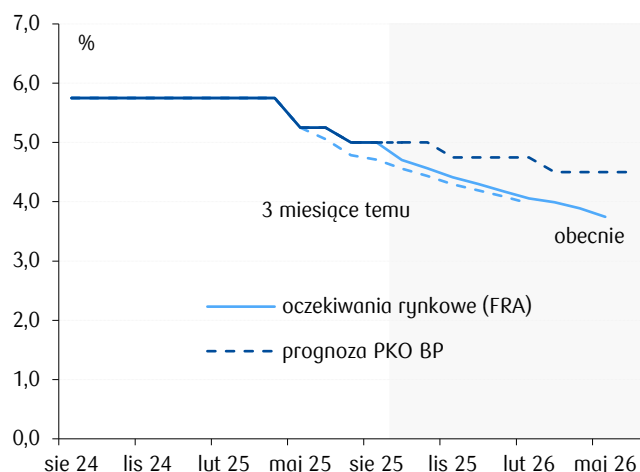
Notowania złotego wobec głównych walut



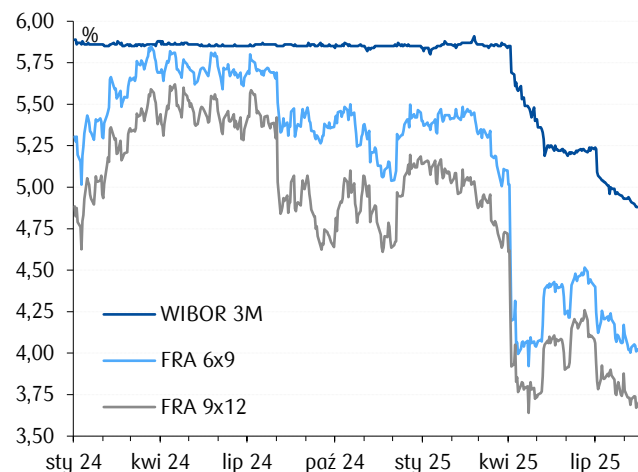
Rentowności polskich obligacji skarbowych



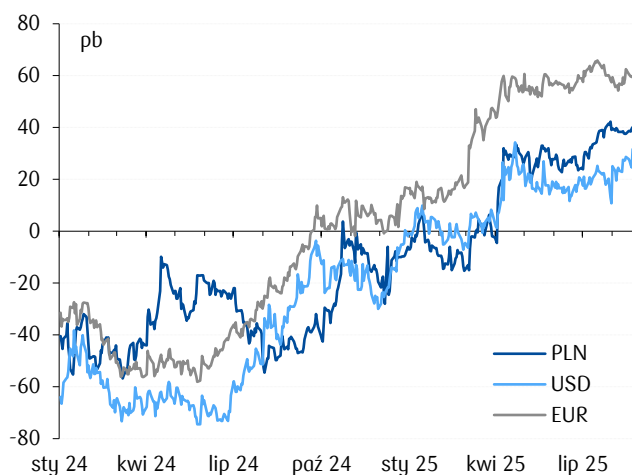
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



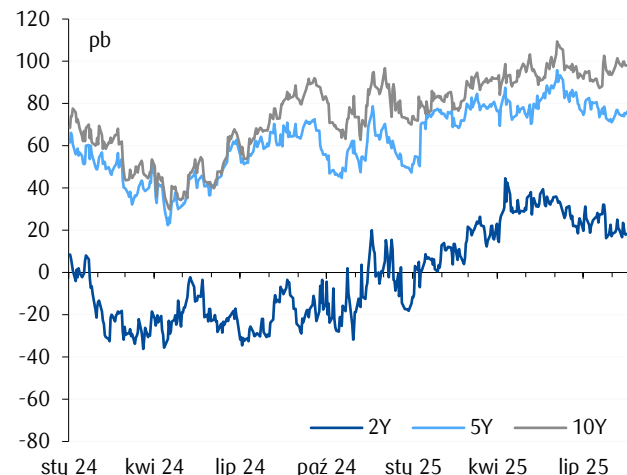
Krótkoterminowe stopy procentowe



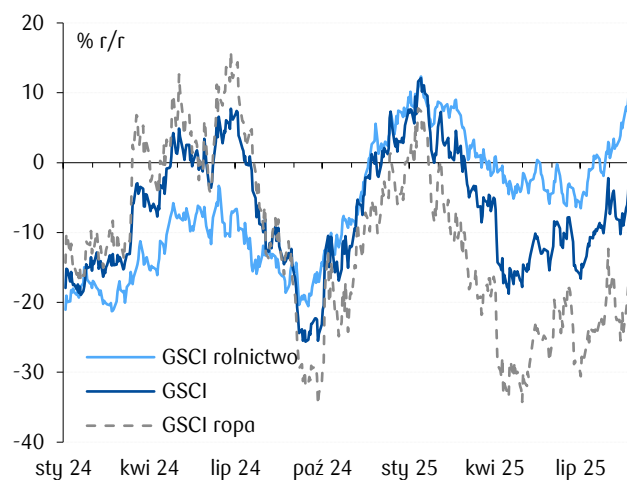
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



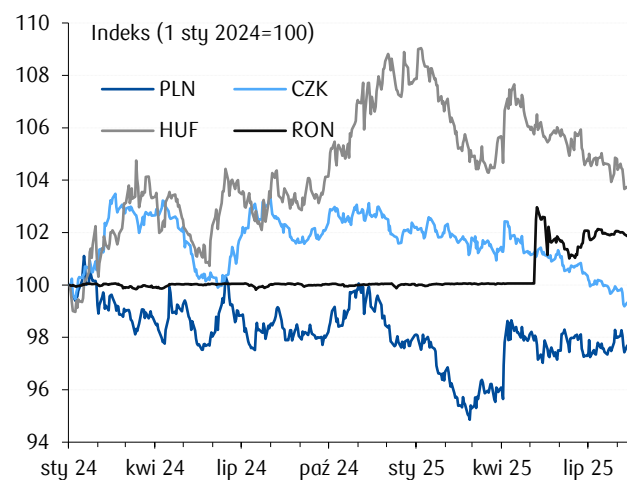
Spread asset swap dla PLN



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
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**:



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.