

## Konsumenci więcej wydają, a firmy inwestują

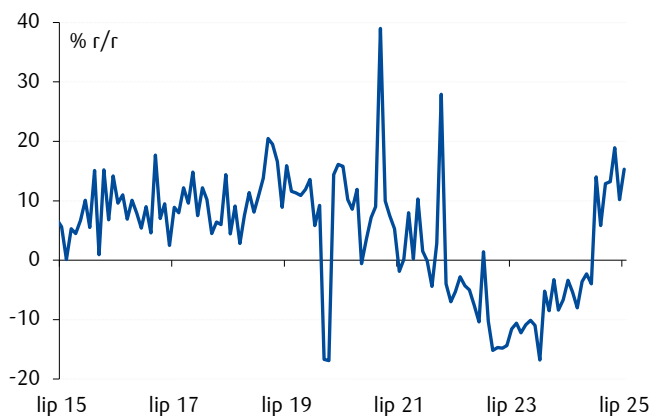
### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Początek tygodnia przyniósł niewielkie spadki notowań akcji na Wall Street i lekki wzrost rentowności amerykańskich obligacji związany z przekierowaniem uwagi inwestorów na piątkowe dane inflacyjne z USA. **Decyzja D.Trumpa (wieczorem polskiego czasu) o odwołaniu L.Cook z Rady Gubernatorów Fed skutkowałą wzrostem rentowności amerykańskich obligacji, osłabieniem dolara oraz pogorszeniem sentymentu do aktywów z USA.** Późniejsza informacja L.Cook, że nie zamierza ona rezygnować, nieco uspokoiła rynki. Wszystkie główne indeksy warszawskiej GPW rosły, w tym WIG20 o ponad 1%. Złoty lekko osłabiał się wobec głównych walut – EURPLN pod koniec dnia wzrósł do 4,26 a USDPLN – do 3,65. Rentowności krajowych obligacji nieznacznie wzrosły w ślad za tendencjami na rynkach bazowych.
- Dziś w centrum uwagi będą zapewne **doniesienia związane z projektem budżetu państwa na 2026** – możliwe jest przyjęcie go przez Radę Ministrów jeszcze dziś lub (co bardziej prawdopodobne) publikacja przecieków medialnych lub fragmentarycznych zapowiedzi.
- W Polsce poza tym poznamy Biuletyn Statystyczny, a w nim m.in. nowe zamówienia w przemyśle oraz **szczegółowe dane dotyczące bezrobocia**. Według wstępnych danych MRPIPS stopa bezrobocia wzrosła w lipcu do 5,4% z 5,2% w czerwcu, do czego przyczyniła się reforma urzędów pracy. Poznamy też dane BAEL za 2q25 – szczególnie interesujące po znaczącym wzroście bezrobocia w tym ujęciu w 1q25.
- W regionie CEE najistotniejsze będzie **posiedzenie węgierskiego MNB** – podobnie jak konsensus oczekujemy pozostawienia stóp procentowych bez zmian (6,50%), głównie ze względu na utrzymującą się wysoką inflację.
- Napływające dane z USA raczej nie powinny wstrząsnąć rynkami. Poznamy m.in. zamówienia na dobra trwałe, ceny nieruchomości i nastroje konsumentów. Żadne z nich nie powinny mieć pierwszorzędного znaczenia dla stanowiska Fed.

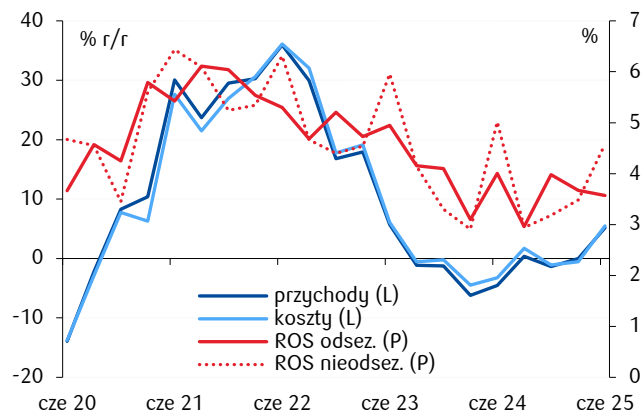
### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL: Sprzedaż detaliczna w lipcu w cenach stałych wzrosła o 4,8% r/r wobec wzrostu o 2,2% r/r w czerwcu.** Dane stanowią pozytywne zaskoczenie

#### Dynamika sprzedaży detalicznej mebli, RTV i AGD



#### Dynamika roczna przychodów i kosztów oraz rentowność sprzedaży firm zatrudniających powyżej 50 pracowników



### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl  
tel. 22 521 81 34

@PKO\_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

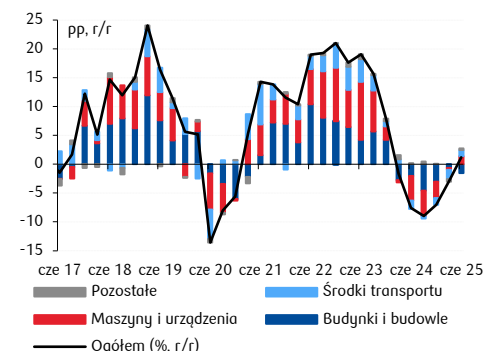
	Wartość 2025-08-25	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2608	0,1
USDPLN	3,6448	0,4
CHFPLN	4,5387	0,2
GBPPLN	4,9346	0,3
EURUSD	1,1690	-0,2
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,25	2
PL5Y	4,86	4
PL10Y	5,44	2
DE10Y	2,76	4
US10Y	4,28	3
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	108 528,4	0,8
DAX	24 273,1	-0,4
S&P500	6 439,3	-0,4
Nikkei**	42 417,4	-0,5
Shanghai Comp.**	3 879,6	1,4
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3375,48	0,0
Ropa Brent	68,80	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.

przekraczając zarówno rynkowe, jak i nasze, bardziej optymistyczne, oczekiwania (kons.: 3,1% r/r, PKOe: 3,5% r/r). W ujęciu odsezonowanym sprzedaż wzrosła o 4,2% r/r. Najsilniej przyspieszyła roczna dynamika sprzedaży mebli, RTV i AGD (+5,1pp), a także samochodów (+3,0pp) oraz odzieży i obuwia (+2,9pp). Więcej w Makro Flashu: „[Pralki i sokowirówki kręcą sprzedaż](#)”.

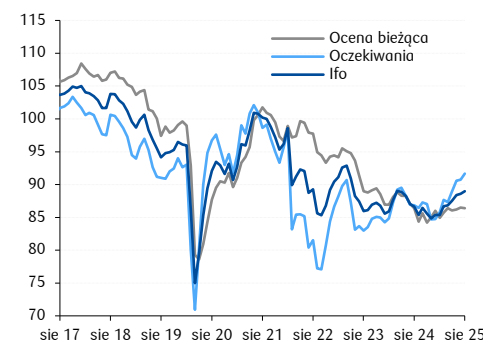
- POL: 2q25 przyniósł długo wyczekiwany wzrost przychodów firm (49+ pracowników).** Po blisko dwóch latach spadków, przychody wzrosły w 2q25 o 5,1% r/r. Dynamika kosztów była silniejsza (+5,5% r/r; efekt m.in. wzrostu kosztów wynagrodzeń), w rezultacie wynik finansowy netto obniżył się w ujęciu rocznym o 4,4%, osiągając 58,0 mld zł. Rentowność sprzedaży netto (ROS) w 2q25 wyniosła 4,6% i był to wynik o 0,4pp niższy niż przed rokiem, ale też niższy o 1,0pp od średniej dla 2q z lat 2019-2024. ROS po odsezonowaniu wyniósł 3,6%, co było poziomem nieco niższym od wyniku z 1q25 (- 0,1pp q/q). To pokazuje, że presja na marże firm nadal występuje. Więcej w Makro Flashu: „[Odbicie w przychodach firm niefinansowych](#)”.
- POL: Inwestycje przedsiębiorstw 49+ w 2q25 wzrosły o 1,2% r/r po spadku o 3,6% r/r w 1q25,** co oznacza zakończenie 1,5-rocznego okresu dekonjunkury inwestycji prywatnych. W 2h25 oczekiwane jest dalsze przyspieszenie dynamiki inwestycji, napędzane przez sektory innowacyjne, energii odnawialnej i usług.
- POL: Dynamika podaży pieniądza w lipcu wzrosła do 10,8% r/r z 10,5% r/r w czerwcu, nieco silniej od oczekiwań (10,6% r/r).** W procesie kreacji pieniądza utrzymuje się istotne znaczenie kanału kredytowego oraz zadłużenia sektora rządowego. Przyspieszenie dynamiki podaży pieniądza w szczególności dotyczyło największego agregatu M0 (pieniądz gotówkowy), który w lipcu wzrósł o 11,6% r/r. Więcej w Makro Flashu: [Kredytów przybywa, depozytów rządowych ubywa](#).
- GER: Indeks Ifo w sierpniu wzrósł nieznacznie, do 89 pkt. z 88,6 pkt. miesiąc wcześniej.** Poprawa wynikała z lepszych oczekiwań firm, podczas gdy oceny sytuacji bieżącej były gorsze niż przed miesiącem. Pomimo poprawy indeksu, ożywienie w niemieckiej gospodarce pozostaje kruche i niepewne. Koniunktura w przemyśle nieznacznie się pogorszyła, zarówno w aspekcie ocen bieżących, jak i oczekiwań. Ifo daje tutaj inny sygnał niż mocno rosnący w sierpniu indeks PMI. Silnie poprawiły się jednak nastroje producentów dóbr kapitałowych. W przypadku pogorszenia koniunktury było wypadkową słabszych oczekiwań i lepszych ocen bieżących. Odwrotna sytuacja była zaobserwowana w handlu.
- POL: Prezydent K.Nawrocki poinformował, że nie podpisał nowelizacji ustawy o pomocy obywatelom Ukrainy,** która zakładała przedłużenie jej obowiązywania z okresu do 30 września 2025 do 4 marca 2026. Nowelizacja ustawy umożliwiłaby m.in. zapewnienie legalności popytu dla obywateli Ukrainy. **Głównym powodem braku zgody Prezydenta na podpisanie ustawy była kwestia świadczenia 800+ - w nowelizacji nie zakładano istotnych zmian (świadczenie dla wszystkich), podczas gdy K.Nawrocki preferowałby wypłatę świadczenia tylko dla Ukraińców pracujących w Polsce.**
- POL: Wczoraj odbyło się posiedzenie koalicji rządzącej w sprawie projektu budżetu na 2026 -** poinformował poseł T.Trela. Według źródeł money.pl projekt budżetu mógłby zostać oficjalnie przyjęty przez rząd jeszcze na dzisiejszym posiedzeniu, jednak bardziej prawdopodobny jest scenariusz przyjęcia go w czwartek, dzień po Radzie Gabinetowej zwołanej przez Prezydenta K.Nawrockiego.
- USA: Sprzedaż nowych domów w lipcu wyniosła 652 tys. i spadła o 0,6% m/m, przewyższając jednak prognozy (kons. 630 tys.).** W górę zrewidowano dane za czerwiec. Wciąż stłumiony popyt na domy jednorodzinne wsparły zachęty finansowe deweloperów starających się przyciągnąć klientów w obliczu wysokiego oprocentowania kredytów.

### Nakłady inwestycyjne firm wg typów środków trwałych – dekompozycja dynamiki rocznej



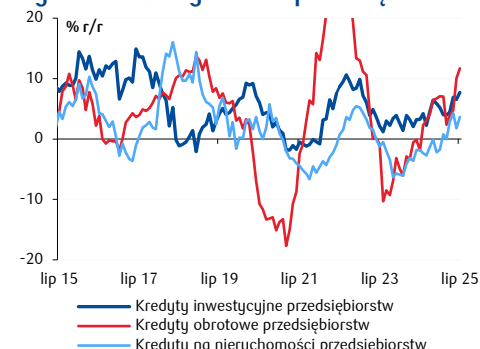
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

### Indeks Ifo i jego składowe



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Dynamika kredytów dla przedsiębiorstw



Źródło: NBP, GUS, PKO Bank Polski.

Odsetek deweloperów, którzy oferowali zachęty sprzedażowe osiągnął najwyższy poziom po pandemii (66% w lipcu). Jednocześnie liczba wydawanych pozwoleń na budowę lekko spadła w lipcu.

- **USA: Prezydent D.Trump ogłosił decyzję o usunięciu L.Cook z Rady Gubernatorów Rezerwy Federalnej (wchodzi w skład FOMC),** powołując się na zarzuty fałszowania przez L.Cook dokumentów w celu uzyskania korzystniejszych warunków kredytu hipotecznego. Prezydent powołał się na zapis w statucie Fed umożliwiający odwołanie członka z „ważnego powodu”. L.Cook nie została jednak formalnie oskarżona o przestępstwo, a w szczególności zarzutów nie potwierdził jeszcze sąd. Decyzja D.Trumpa może wywołać spór prawny dotyczący zakresu uprawnień prezydenta oraz nasilić obawy o niezależność Fed. **L.Cook stwierdziła, iż D.Trump nie ma prawa jej zwolnić oraz, że sama nie rezygnuje ze stanowiska.** Kadencja L.Cook w zarządzie Fed miała trwać do 2038. Po niedawnej rezygnacji z Rady Gubernatorów A.Kugler (efektywnie od 8 sierpnia) D.Trump powołał na to stanowisko swojego doradcę ekonomicznego S.Mirana (kandydatura wymaga jeszcze zatwierdzenia przez Senat). Rezygnacja/odwołanie L.Cook oznaczałaby dwa wakaty w siedmioosobowej Radzie, które najpewniej zostałyby obsadzone zwolennikami polityki gospodarczej D.Trumpa.
- **USA: L.Logan (Dallas Fed)** oceniła, że Fed ma przestrzeń do redukcji posiadanych przez siebie rezerw. **J.Williams (NY Fed)** powiedział, że wg niego neutralna stopa procentowa może nie różnić się istotnie od tej z okresu sprzed pandemii. Według niego globalne procesy demograficzne oraz hamowanie tempa wzrostu produktywności wcale nie podniosły szacunków stopy neutralnej.
- **USA: Prezydent D.Trump powiedział po spotkaniu z prezydentem Korei Południowej Li Dze Mjungiem, że oba państwa uzgodniły warunki umowy handlowej.** Według D.Trumpa utrzymano 15% stawkę celną, mimo prób strony koreańskiej by ją obniżyć. Przedstawiciele władz koreańskich podkreślili, że kluczowe znaczenie dla zawarcia porozumienia miały zobowiązania Seulu do zainwestowania 350 mld USD w amerykańską gospodarkę, w tym 150 mld USD na wsparcie wejścia południowokoreańskich stoczni na rynek USA. **Administracja USA planuje od 27 sierpnia wprowadzić dodatkowe 50% cła na Indie,** w związku z importem przez to państwo rosyjskiej ropy (już wcześniej zapowiedziane przez D.Trumpa).
- **USA: Prezydent D.Trump zapowiedział wprowadzenie dodatkowych ceł wobec państw, w których obowiązuje podatek cyfrowy,** który wg niego został stworzony by krzywdzić lub dyskryminować amerykańską technologię.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 22 sierpnia</b>						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,4	--	0,2
<b>Poniedziałek, 25 sierpnia</b>						
GER: Indeks Ifo (sie.)	10:00	pkt.	88,6	88,8	--	89,0
POL: Sprzedaż detaliczna (lip.)	10:00	% r/r	2,2	3,1	3,5	4,8
POL: Podaż pieniądza M3 (lip.)	14:00	% r/r	10,5	10,6	10,6	10,8
USA: Sprzedaż nowych domów (lip.)	16:00	tys.	656	630	--	652
USA: Pozwolenia na budowę (lip., rew.)	16:00	mln	1,393	1,354	--	1,362
<b>Wtorek, 26 sierpnia</b>						
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	--	--
<b>Czwartek, 28 sierpnia</b>						
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	--	--
<b>Piątek, 29 sierpnia</b>						
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	--	--

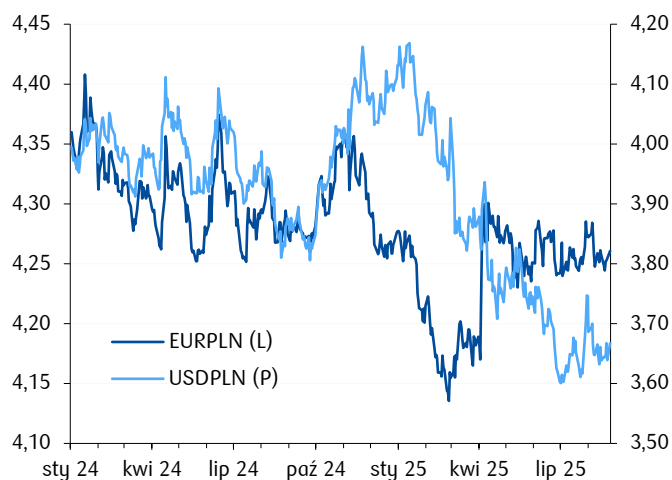
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

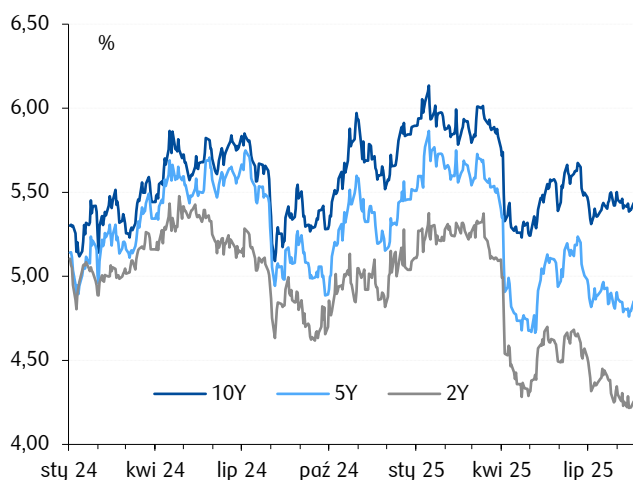
		Wartość	Δ (% , pb)*				
		2025-08-25	Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2608	0,1	0,3	-0,1	-0,5	-10,6
	USDPLN	3,6448	0,4	0,1	-0,5	-4,9	-23,8
	CHFPLN	4,5387	0,2	0,6	-0,8	0,3	-8,6
	GBPPLN	4,9346	0,3	0,3	0,5	-2,5	-12,5
	EURUSD	1,1690	-0,2	0,2	0,5	4,6	17,3
	EURCHF	0,9388	-0,1	-0,3	0,7	-0,8	-2,2
	GBPUSD	1,3503	-0,2	-0,1	0,7	2,3	14,5
	USDJPY	147,50	0,4	-0,3	-0,5	2,3	7,5
	EURCZK	24,54	0,0	0,2	-0,2	-2,0	-0,5
	EURHUF	397,20	0,7	0,5	-0,1	0,6	-2,8
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,25	2	-1	0	-60	-281
	PL5Y	4,86	4	1	4	-22	-163
	PL10Y	5,44	2	0	2	9	-71
	DE2Y	1,98	3	1	8	-42	110
	DE5Y	2,32	4	-1	5	16	122
	DE10Y	2,76	4	-2	7	51	147
	US2Y	3,73	4	-4	-20	-21	39
	US5Y	3,79	3	-6	-18	12	61
	US10Y	4,28	3	-5	-13	46	125
<b>Akcje</b>	WIG	108 528,4	0,8	-1,3	1,6	29,2	103,4
	WIG20	2 905,6	0,9	-1,9	0,0	21,3	77,2
	S&P500	6 439,3	-0,4	-0,2	0,8	14,6	55,6
	NASDAQ100	23 425,6	-0,3	-1,2	0,3	20,0	81,7
	Shanghai Composite**	3 875,8	1,3	4,0	7,7	35,7	18,2
	Nikkei**	42 404,9	-0,5	-3,0	3,4	11,3	47,3
	DAX	24 273,1	-0,4	-0,2	1,3	30,4	83,5
	VIX	17,02	0,1	-5,5	-2,2	6,7	-34,1
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	68,8	1,6	3,3	-1,8	-15,5	-28,7
	Ropa WTI	65,2	1,7	1,0	-3,9	-16,9	-30,0
	Złoto	3375,5	0,0	1,2	2,0	34,3	94,4

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

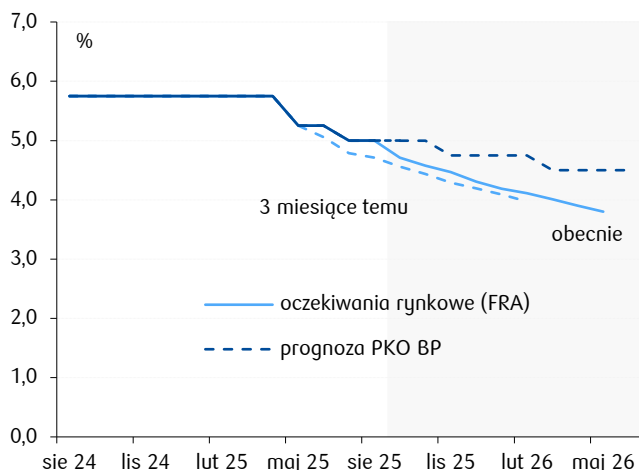
## Notowania złotego wobec głównych walut



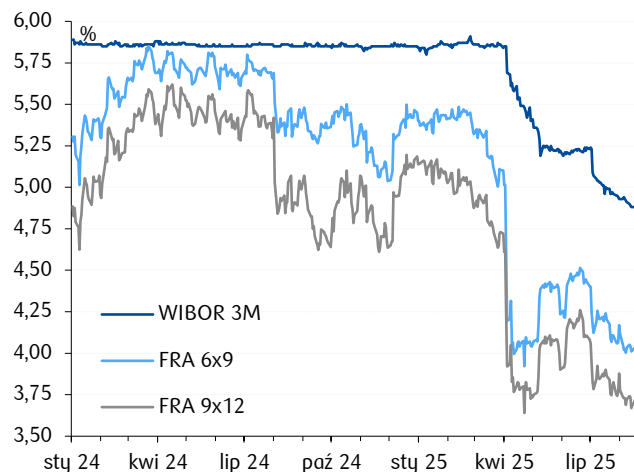
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



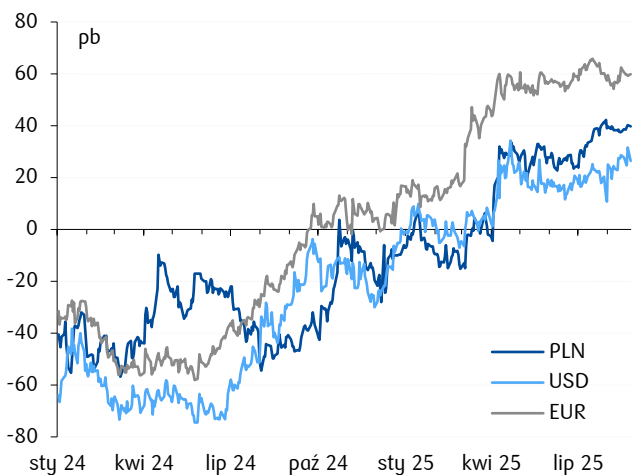
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



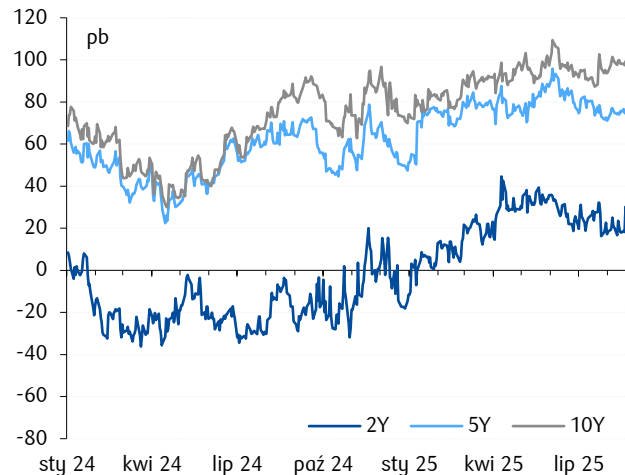
### Krótkoterminowe stopy procentowe



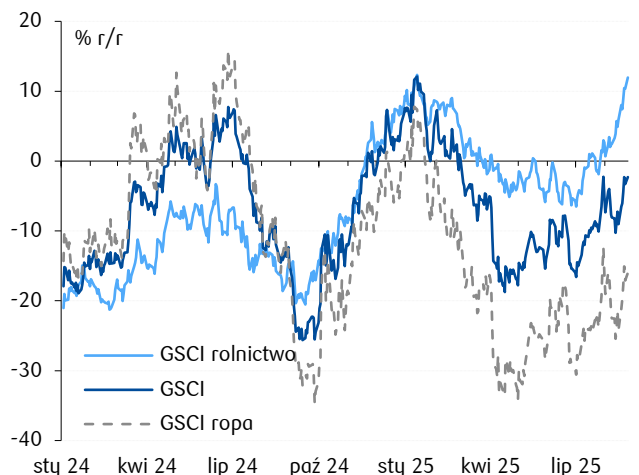
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



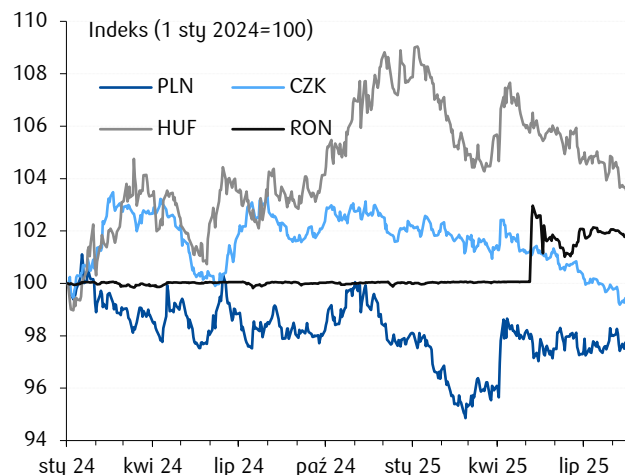
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

