

Wysokie prawdopodobieństwo obniżki we wrześniu

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsza sesja na Wall Street upłynęła w oczekiwaniu na wyniki Nvidii, a główne indeksy giełdowe lekko wzrosły. Wyniki producenta procesorów były ostatecznie bardzo dobre, jednak prognoza nie sprostała podwyższonym oczekiwaniom rynkowym. Rotacja globalnego kapitału w kierunku spółek technologicznych i spadek notowań banków nie sprzyjały nastrojom na GPW. Indeks WIG20 spadł wczoraj o ok. 1,7%. Dolar lekko umacniał się względem głównych walut, co nie sprzyjało złotemu. Kurs EURPLN wzrósł do 4,27 a USDPLN – do 3,69. Rentowności obligacji na rynkach bazowych nie zmieniły się istotnie. Ryzyko upadku rządu F.Bayrou nadal jednak ciążyło na notowaniach francuskich SPW- spread 10-letnich obligacji względem 10-letnich bundów wzrósł do 80 pb.
- Dziś Rada Ministrów zajmie się projektem ustawy budżetowej na 2026** – Premier D.Tusk zapowiedział, że przyjęty zostanie o godzinie 14.00.
- W strefie euro w centrum uwagi znajdują się sierpniowe wskaźniki koniunktury ESI.** Zgodnie z konsensusem i w ślad za innymi badaniami m.in. z przemysłu, zobaczymy lekką poprawę indeksu koniunktury gospodarczej (wzrost do 96 pkt. z 95,8 pkt.). Jednocześnie nieznacznie pogorszyć się mogły nastroje konsumenckie, na co wskazywał pierwszy odczyt indeksu.
- W USA poznamy kolejny szacunek PKB za 2q25.** Wstępne dane pokazały zdecydowaną poprawę dynamiki wzrostu za sprawą odwrócenia negatywnego wkładu eksportu netto. W efekcie PKB w 2q25 wzrósł wg ostatniego szacunku o 3,0% q/q saar po spadku o 0,5% q/q saar w 1q25. **Cotygodniowe dane o zasiłkach dla bezrobotnych powinny pokazać utrzymanie liczby nowych wniosków w okolicy 230 tys.**
- EBC i NBP opublikują protokoły z lipcowych posiedzeń.** Choć oba sprawozdania mają głównie wymiar historyczny, mogą dostarczyć pewnych wskazówek co do dalszych ruchów EBC i NBP – a niepewność jest tu spora. Wypowiedzi Ch.Lagarde po posiedzeniu, na którym nie zmieniono stóp zostały odebrane jastrzębio. My widzimy jednak przestrzeń do jeszcze jednej obniżki stóp EBC w tym roku. Z kolei NBP sygnalizuje gotowość do dalszych obniżek podkreślając jednak, że po ruchach dostosowawczych w maju oraz lipcu decyzje nie będą automatyczne.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

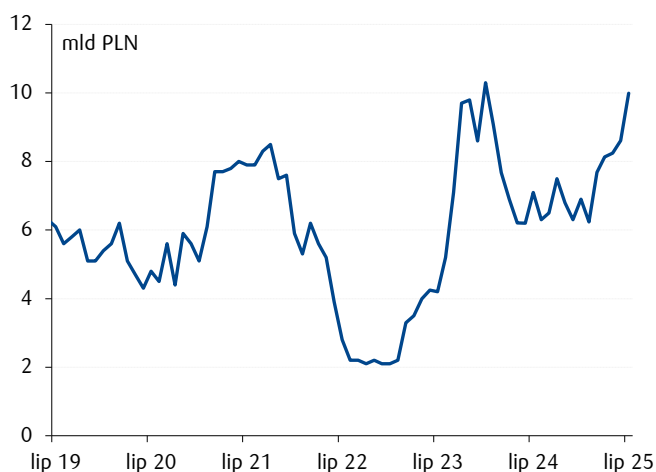
www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-08-27	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2723	0,3
USDPLN	3,6852	0,8
CHFPLN	4,5839	0,8
GBPPLN	4,9475	0,3
EURUSD	1,1593	-0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,37	4
PL5Y	4,86	3
PL10Y	5,46	4
DE10Y	2,69	-3
US10Y	4,24	-2
Indeksy akcyjne:		
WIG	106 857,6	-1,5
DAX	24 046,2	-0,4
S&P500	6 481,4	0,2
Nikkei**	42 761,6	0,9
Shanghai Comp.**	3 803,1	-1,7
Surowce:		
Złoto	3389,49	0,2
Ropa Brent	68,05	1,2

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.

Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych



Przeciętna wartość udzielonego kredytu mieszkaniowego



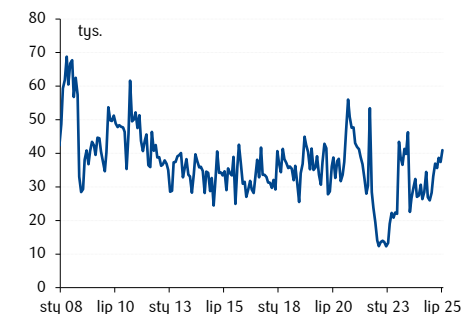
Źródło: BIK, PKO Bank Polski.

- W regionie odnotujemy prawdopodobnie lekki wzrost stopy bezrobocia na Węgrzech w lipcu.

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Wartość udzielonych kredytów mieszkaniowych w lipcu wzrosła o 14,2% m/m i 39,8 % r/r osiągając poziom niemal 10 mld PLN. Od początku roku (styczeń - lipiec) wartość kredytów zwiększyła się o 4,2% względem analogicznego okresu 2024. W dużym stopniu był to efekt wzrostu cen nieruchomości (w okresie styczeń-lipiec utrzymał się jeszcze niewielki spadek liczby udzielanych kredytów - o 0,6% r/r), jednak w samym lipcu obserwowaliśmy już odwrócenie tej tendencji - dynamiczny wzrost także liczby kredytów hipotecznych i spadek (m/m) średniej wartości wniosku o kredyt. Średnia wartość kredytu mieszkaniowego w lipcu wzrosła o 6,1% r/r i wyniosła 445,74 tys. PLN. **Wartość akcji kredytowej w segmencie kredytów hipotecznych w lipcu potwierdza wzrost zainteresowania kredytami mieszkaniowymi.** BIK zwraca uwagę, że bez żadnego programu wsparcia oraz przy nadal wysokim poziomie oprocentowania nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych, wartość akcji kredytowej w lipcu była najwyższa od stycznia 2024 (w którym udzielona została najwyższa wartość w ramach programu Bezpieczny Kredyt 2%).
- **POL:** H.Wnorowski (RPP) ocenił, że widzi wysokie prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych o 25 pb. na najbliższym posiedzeniu RPP (2-3 września) i dalej raczej pauzę w zmianach stóp do końca roku. Nie wykluczył jednak kolejnej obniżki w 2025, jeżeli ryzyka dla stabilności cen nieoczekiwanie obniżą się. Prawdopodobieństwo obniżki stóp we wrześniu jest wg nas wysokie. Istotne dla decyzji będą publikowane jutro wstępne dane inflacyjne za sierpień oraz szczegóły przyszłorocznego budżetu.
- **USA:** J.Williams (New York Fed) powiedział, że kolejne posiedzenie FOMC będzie "aktywne", co sugeruje możliwość zmiany stóp procentowych. J.Williams nie sprecyzował, jaką decyzję by poparł, ale ocenił, że obecny poziom stóp procentowych jest "umiarkowanie restrykcyjny", co oznacza, że Fed mógłby "obniżyć stopy procentowe i nadal być w pewnym stopniu restrykcyjny w przyszłości."
- **HUN:** Wzrost średnich wynagrodzeń w czerwcu przyspieszył do 9,7% r/r wobec 7,8% r/r w maju. Poprawa dynamiki dotyczyła zarówno sektora prywatnego, jak i publicznego. Wzrost wynagrodzeń zaskoczył pozytywnie po rozczarowującym wzroście w maju. Dane wzmocniły oczekiwania na utrzymanie stóp procentowych na dotychczasowym poziomie we wrześniu.
- **POL:** Premier D.Tusk poinformował, że w przyszłym roku wydatki na bezpieczeństwo sięgną prawie 200 mld PLN.

Liczba osób wnioskujących o kredyt mieszkaniowy



Źródło: BIK, 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	--	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
Wtorek, 26 sierpnia						
POL: Stopa bezrobocia (lip.)	10:00	%	5,2	5,4	5,4	5,4
HUN: Posiedzenie MNB (sie.)	14:00	%	6,50	6,50	6,50	6,50
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., wst.)	14:30	% m/m	-9,4	-4,0	--	-2,8
USA: Ceny nieruchomości (cze.)	15:00	% r/r	2,8	2,2	--	2,1
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sie.)	16:00	pkt.	97,2	96,4	--	97,4
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	--	--

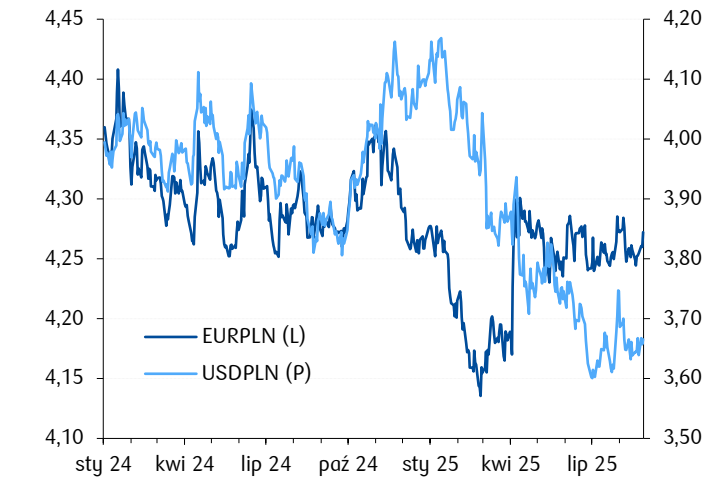
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

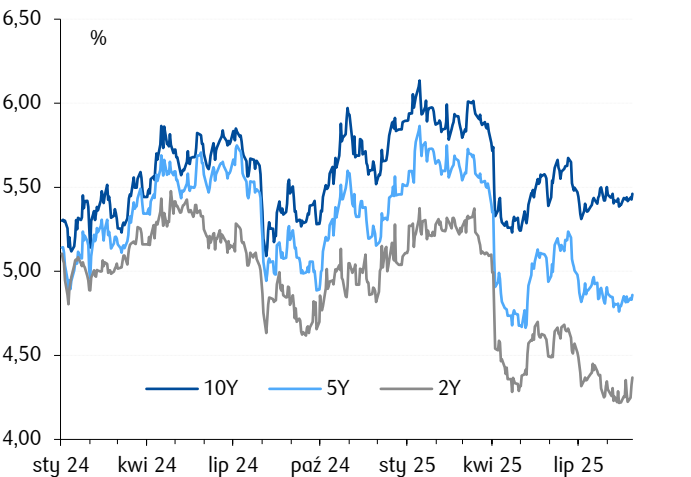
		Wartość 2025-08-27	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
Waluty					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2723	0,3	0,5	0,0	-0,5	-10,3
	USDPLN	3,6852	0,8	1,1	-1,0	-4,5	-22,7
	CHFPLN	4,5839	0,8	1,1	-0,1	0,0	-7,2
	GBPPLN	4,9475	0,3	0,8	-0,3	-2,9	-12,4
	EURUSD	1,1593	-0,5	-0,6	1,0	4,2	16,0
	EURCHF	0,9320	-0,5	-0,6	0,1	-0,5	-3,4
	GBPUSD	1,3461	-0,1	-0,1	1,3	1,9	13,9
	USDJPY	147,86	0,2	0,6	-0,7	2,3	8,1
	EURCZK	24,55	0,0	0,3	-0,2	-2,0	-0,5
Obligacje	EURHUF	397,15	0,2	0,6	-0,7	0,9	-3,0
	PL2Y	4,37	4	2	5	-54	-293
	PL5Y	4,86	3	4	0	-39	-187
	PL10Y	5,46	4	4	1	-6	-92
	DE2Y	1,92	-3	-2	-2	-46	101
	DE5Y	2,23	-4	-4	-6	8	110
	DE10Y	2,69	-3	-2	-1	44	134
	US2Y	3,62	-6	-13	-32	-25	23
	US5Y	3,71	-4	-10	-26	4	47
Akcje	US10Y	4,24	-2	-5	-13	40	113
	WIG	106 857,6	-1,5	-3,6	-1,9	27,6	102,7
	WIG20	2 856,6	-1,8	-4,2	-4,2	19,8	76,3
	S&P500	6 481,4	0,2	1,3	1,9	15,9	56,5
	NASDAQ100	23 565,9	0,2	1,4	0,9	21,8	82,4
	Shanghai Composite**	3 803,1	-1,7	1,0	5,2	34,0	18,3
	Nikkei**	42 775,4	0,9	-0,3	5,2	11,5	51,1
	DAX	24 046,2	-0,4	-1,0	-0,9	28,0	81,9
Surowce	VIX	16,90	0,1	-7,6	-5,6	2,0	-30,6
	Ropa Brent	68,1	1,2	1,8	-7,1	-13,5	-32,8
	Ropa WTI	64,5	1,4	0,5	-9,3	-14,6	-32,6
	Złoto	3389,5	0,2	1,4	2,7	35,2	93,3

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

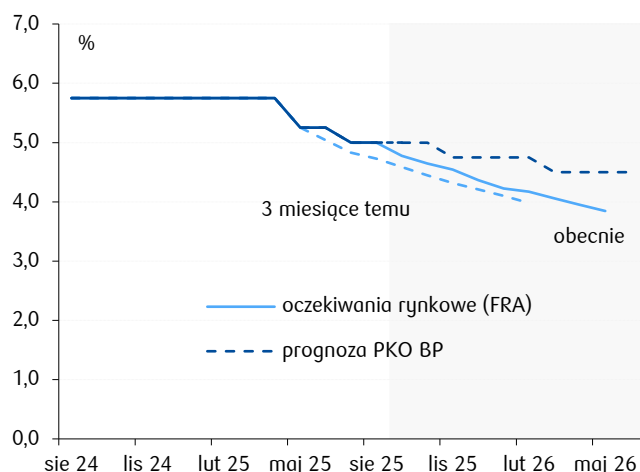
Notowania złotego wobec głównych walut



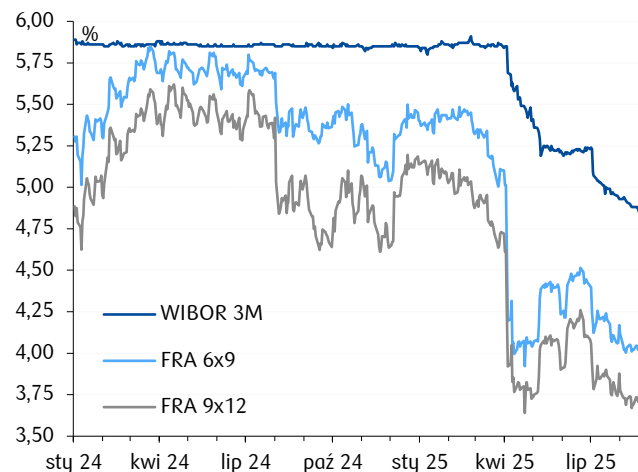
Rentowności polskich obligacji skarbowych



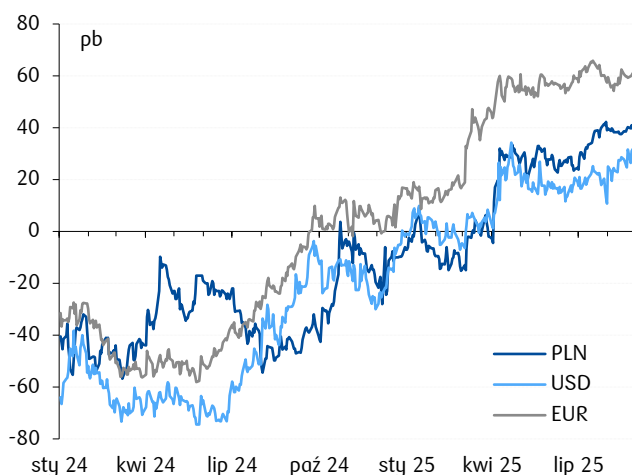
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



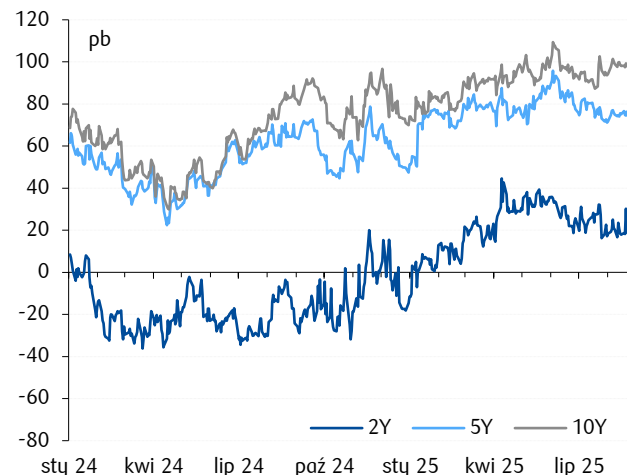
Krótkoterminowe stopy procentowe



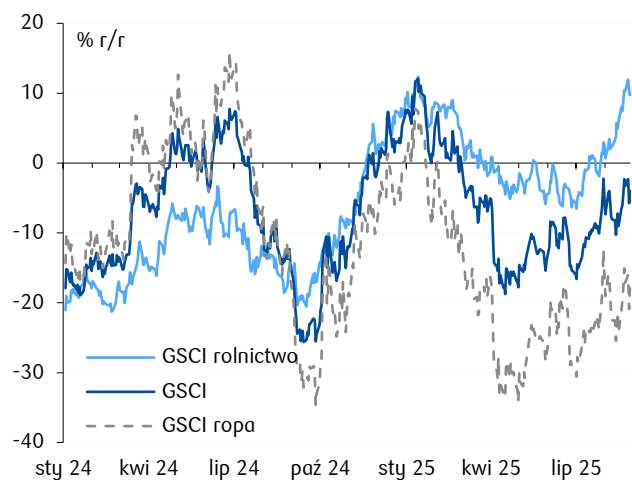
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



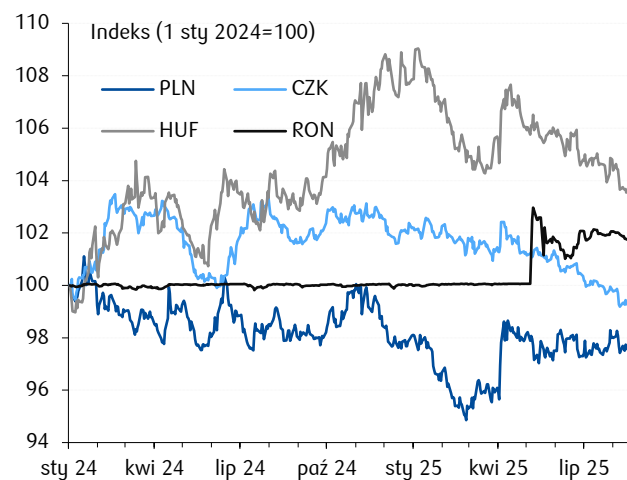
Spread asset swap dla PLN



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**:

 [@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.