

Niemcy patrzą w przyszłość z mniejszą obawą

- **Kontynuacja globalnej wyprzedaży obligacji skarbowych**, szczególnie na długim końcu krzywych, podnosi koszty finansowania państw, firm i gospodarstw domowych, a **wynikające z tego zaostrzenie warunków finansowych zaczęło we wtorek ciążyć ryzykownym aktywom, zwłaszcza akcjom**. Wzrost awersji do ryzyka **negatywnie wpływał również na waluty EM** – złoty osłabił się, a kurs EURPLN naruszył lokalny opór w okolicy 4,32. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD nie zmienił się znacząco, ponieważ czynniki wspierające dolara i euro równoważyły się. **Brak pozytywnych informacji z Zatoki Perskiej utrzymywał wysokie ceny ropy naftowej**, jednocześnie zwiększając globalne oczekiwania inflacyjne. Nie zakładamy, aby dzisiejszy finalny odczyt inflacji HICP w strefie euro za lipiec ani publikacja protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC istotnie wpłynęły na rynkowe wyceny ścieżki stóp procentowych EBC i Fed. Wobec braku przełomu w Zatoce Perskiej **dalszy stopniowy wzrost rentowności obligacji skarbowych oraz stromienie krzywych dochodowości wydają się podczas dzisiejszych notowań bardziej prawdopodobnym scenariuszem. Na krajowym rynku FX oczekujemy natomiast utrzymania kursów EURPLN i USDPLN w pobliżu poziomów z zamknięcia wtorkowych notowań.**
- Dziś w centrum ekonomicznej uwagi znajdują się z **minutes Fed z lipcowego posiedzenia**, które mogą wskazać jak duża część FOMC rzeczywiście skłania się ku podwyżce stóp w tym roku (my zakładamy brak zmian, w tym kierunku konwergują też wyceny rynkowe, choć nadal wyceniają jedną podwyżkę pod koniec 2026). **W strefie euro poznamy finalne dane o inflacji HICP za lipiec** – wstępny odczyt wskazał na wzrost o 0,1pp względem czerwca zarówno w przypadku inflacji ogółem jak i bazowej, do odpowiednio 2,9% r/r i 2,8% r/r. O 9.10 prezeska EBC Ch.Lagarde weźmie udział w panelu na temat perspektyw globalnej gospodarki.
- W Polsce poznamy **dane o koniunkturze konsumenckiej za sierpień**.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

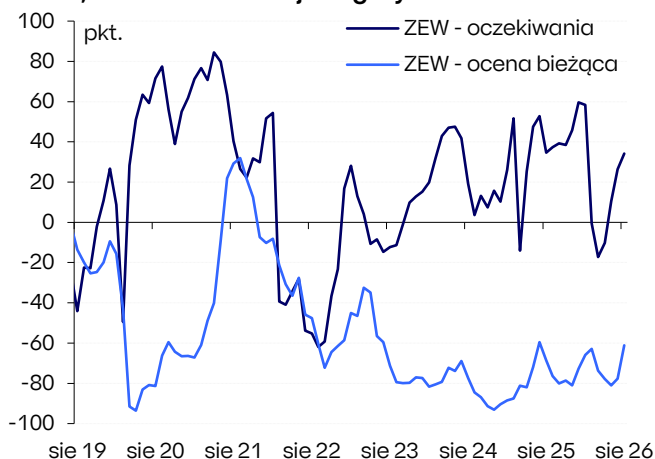
	Wartość 2026-08-18	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	150 597	-0,7
STOXX Europe 600	652	-0,7
S&P500	7 692	-0,7
Waluty:		
EURPLN	4,32	0,3
USDPLN	3,73	0,3
CHFPLN	4,60	0,1
EURUSD	1,16	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,40	1
PL5Y	5,42	5
PL10Y	5,96	4
DE10Y	3,26	4
US10Y	4,71	-2
Surowce:		
Ropa Brent	91	0,2
Złoto	4333	-1,9

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

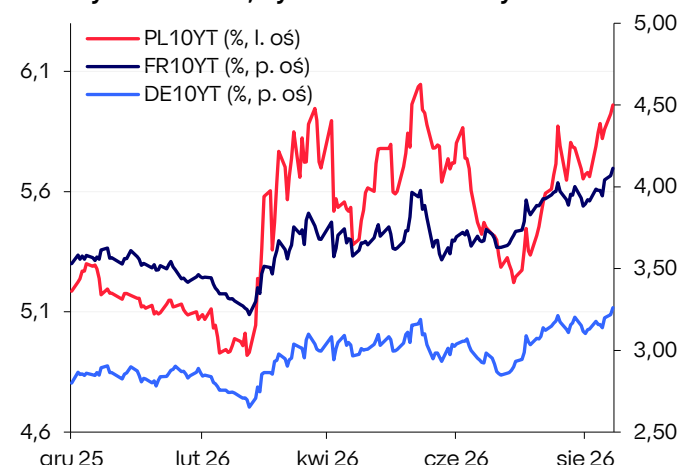
- **GER:** Indeks koniunktury ZEW dla Niemiec w sierpniu ponownie wzrósł, o 7,9pkt. do 34,2pkt., istotnie powyżej oczekiwań (30 pkt.). Poprawę odnotował też indeks bieżący, który zwiększył się o 16,5 pkt. do -61,1 pkt. Pozytywne zmiany w sierpniu, wg autorów raportu, można wiązać z dobrymi

Od kwietnia indeks koniunktury ZEW dla Niemiec znacząco wzrósł, ale nadal dominuje negatywne nastawienie



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Globalna wyprzedaż obligacji skarbowych, szczególnie w dłuższych tenorach, była we wtorek kontynuowana



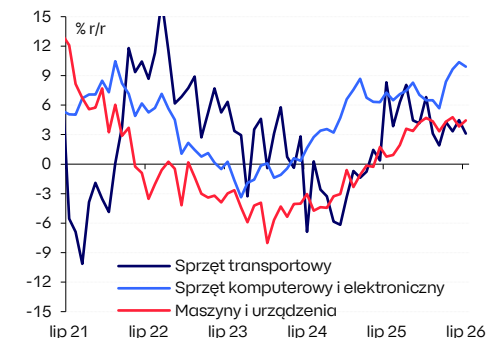
kwartalnymi wynikami z gospodarki, w tym ze wzrostem eksportu, oraz skutkami realizacji federalnego programu infrastrukturalnego. Jednocześnie jako negatywne ryzyko wskazywany jest niski poziom Renu, który utrudnia żeglugę. W ujęciu branżowym szczególnie wysoką poprawę nastrojów odnotowano w motoryzacji, choć nadal nastroje pozostawały pesymistyczne. Raporty ZEW z ostatnich miesięcy wskazują na istotną poprawę koniunktury (szczególnie w przypadku indeksu oczekiwań), ale nastawienie nadal pozostaje znacząco negatywne.

- **EUR: Główny ekonomista EBC Ph.Lane ocenił, że inflacja w tym roku będzie fluktuować wokół 3,0%** (wobec 2,9% r/r w lipcu wg wstępnych danych). Oznacza to pewne złagodzenie nastawienia względem jego wcześniejszych wypowiedzi. Podkreślał jednak, że sytuacja pozostaje niepewna, a inflacja ostatecznie zależeć będzie od cen energii. Ph.Lane wskazał też, że na razie niska pozostaje inflacja żywnościowa. Zjawiska pogodowe (susze, upały i El Nino) mogą wywierać natomiast presję na wzrost cen żywności, choć głównie w 2027, a żywność może być wtedy kluczowym komponentem proinflacyjnym. Na bezpośrednie pytanie o to czy EBC podniesie ponownie stopy, Ph.Lane powtórzył, że Prezesi będą reagować na bieżące dane, a nie zapowiadali przyszłą ścieżkę stóp procentowych. Odnośnie do aktywności gospodarczej główny ekonomista ocenił jej skalę wystarczająco mocną by wytrzymać ciśniejsze warunki monetarne.
- **USA: Produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 0,2% m/m po wzroście o 0,3% m/m w czerwcu (rewizja z 0,1% m/m).** W ujęciu rocznym produkcja była wyższa o 1,1%. Kolejny miesiąc szybko rosła produkcja sprzętu komputerowego (9,9% r/r), maszyn i urządzeń (4,4% r/r) oraz sprzętu transportowego (3,1% r/r), przy marazmie w większości pozostałych kategorii. Stopień wykorzystania zdolności produkcyjnych w USA minimalnie wzrósł do 76,3% z 76,2%, ale pozostawał o 3,1pp poniżej długoletniej średniej.
- **USA: Dane z amerykańskiego rynku nieruchomości miały mieszany wydźwięk, ale wskazały na utrzymywanie się marazmu.** Liczba pozwoleń na budowę w lipcu wzrosła do 1,443 mln (po zannualizowaniu) i była o 5,0% wyższa względem czerwca i o 3,1% względem lipca zeszłego roku. Był to wynik lepszy od oczekiwań. Istotnie słabsza od prognoz okazała się jednak liczba rozpoczynanych budów, która w lipcu wyniosła 1,239 mln (po zannualizowaniu) i spadła o 12,4% w ujęciu miesięcznym oraz o 13,5% w ujęciu rocznym. Raport wskazuje, że amerykański rynek nieruchomości pozostaje pod istotną negatywną presją i nie ma sygnałów istotnej zmiany trendów.
- **USA: Prezydent D.Trump poinformował wczoraj wieczorem, że na trzy dni wstrzymał wejście w życie 50-procentowych cel na część importu z Kanady,** które miały zacząć obowiązywać od dzisiaj. We wpisie w mediach społecznościowych Prezydent poinformował o zawarciu porozumienia i o przywróceniu projektu budowy rurociągu Keystone XL.

WYDARZENIA KRAJOWE:

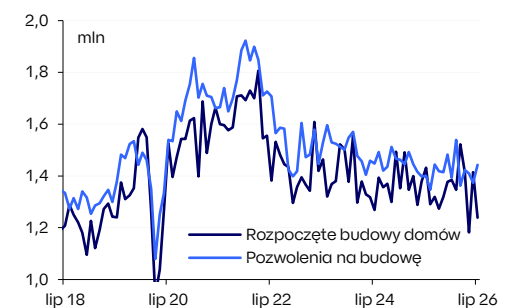
- **POL: Rada Ministrów planuje w piątek robocze posiedzenie ws. budżetu państwa na 2027,** a w kolejny piątek, 28 sierpnia ma odbyć się regularne posiedzenie rządu w tej sprawie. Zapewne wtedy opublikowane zostaną pierwsze szczegóły dotyczące kształtu nowego budżetu, w tym m.in. skala konsolidacji fiskalnej (oczekujemy sygnalizacji niewielkiej redukcji deficytu) lub informacje o planowanych zmianach w podatkach (głównie PIT).
- **POL: Rząd przyjął projekt ustawy, która ma przyspieszyć przygotowanie i budowę najważniejszych inwestycji infrastrukturalnych,** tj. rozbudowę portów i infrastruktury w Gdyni i Świnoujściu, inwestycje na lotniskach, kluczowe połączenia kolejowe i infrastrukturę towarzyszącą elektrowni atomowej.

Dynamika produkcji przemysłowej w USA w wybranych branżach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wskaźniki rynku nieruchomości w USA

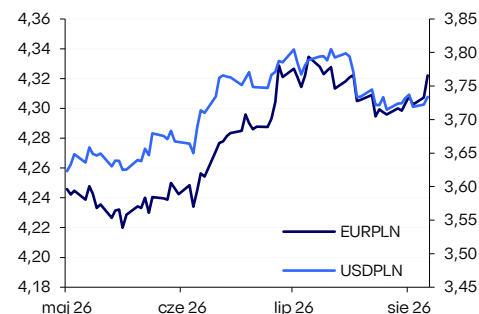


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i dolara, a kursy EURPLN i USDPLN wzrosły odpowiednio w pobliżu 4,3250 oraz 3,7350. Na bazowych rynkach FX dolar pozostawał relatywnie stabilny, a kurs EURUSD utrzymywał się w okolicy 1,1580.
- Przy braku krajowych publikacji makroekonomicznych złoty reagował przede wszystkim na impulsy z otoczenia zewnętrznego. Globalne nastroje inwestycyjne nie uległy poprawie, gdyż **ceny ropy naftowej utrzymywały się na wysokim poziomie, powyżej 90 USD/b dla gatunku Brent, podtrzymując obawy o wzrost globalnej inflacji.** Sprzyjało to dolarowi jako walucie o statusie bezpiecznej przystani, m.in. w relacji do walut rynków wschodzących krajów będących importerami netto surowców energetycznych. W rezultacie EURPLN, po wybiciu z krótkoterminowego trendu spadkowego, naruszył lokalny opór w pobliżu 4,32. Wsparciem dla euro był natomiast wyraźnie lepszy od poprzedniego odczyt sierpniowego indeksu instytutu ZEW, wskazujący na dalszą poprawę oczekiwań dotyczących niemieckiej gospodarki. Ostatecznie zmiana kursu EURUSD w skali dnia była jednak marginalna.
- Środa będzie kolejnym dniem bez istotnych publikacji z krajowej gospodarki, a globalny kalendarz makroekonomiczny również będzie relatywnie ubogi. Uwagę uczestników rynku, poza rozwojem sytuacji na Bliskim Wschodzie, przyciągną wieczorne minutes z lipcowego posiedzenia Fed. Inwestorzy będą analizować je pod kątem rozkładu głosów wśród członków FOMC oraz ich oceny perspektyw polityki pieniężnej. Ze strony wymowy ww. dokumentu nie oczekujemy jednak istotnych dla rynku zaskoczeń. **Spodziewamy się zatem relatywnie spokojniejszej sesji na złotym i utrzymania kursów EURPLN oraz USDPLN w pobliżu bieżących poziomów.**
- Rentowności krajowych SPW we wtorek wzrosły o kilka punktów bazowych, podobnie jak obligacji Niemiec. Papiery USA, nieco mocniejsze we wtorek, zanotowały niewielki spadek rentowności wzdłuż całej krzywej.
- **Globalna wyprzedaż obligacji skarbowych, szczególnie w dłuższych tenorach, była we wtorek kontynuowana, a wieloletnie maksima rentowności osiągnęły m.in. 10-letnie obligacje Niemiec, Francji i Japonii. Trend napędzają rosnące ryzyka fiskalne, presja inflacyjna związana z wysokimi cenami ropy oraz wzrost premii terminowej przy rekordowej podaży długu.** Dodatkowym czynnikiem jest konkurencja o kapitał ze strony spółek związanych z AI oraz prawdopodobny odpływ części popytu zagranicznego, szczególnie wraz ze wzrostem rentowności obligacji japońskich. Wyższe rentowności podnoszą koszt finansowania państw, firm i gospodarstw domowych, zaostrzają warunki finansowe i zaczynają ciążyć aktywom ryzykownym, zwłaszcza akcjom. Jednocześnie utrzymująca się presja inflacyjna ogranicza przestrzeń banków centralnych do łagodzenia polityki pieniężnej, co dodatkowo podsyca niekorzystny dla obligacji skarbowych trend. Takie globalne otoczenie wywiera także presję na polskie SPW, które we wtorek, głównie w tenorach 5- i 10-letnich, kontynuowały trendy rozpoczęte w pierwszych dniach lipca br.
- **Nie zakładamy, aby śródowny finalny odczyt inflacji HICP ze strefy euro za lipiec oraz wymowa protokołu z ostatniego posiedzenia FOMC miały istotne znaczenie dla rynkowych wycen ścieżki stóp EBC czy Fed. W kraju odbędzie się regularna aukcja obligacji MF z podażą 7-12 mld zł, która może nieco ciążyć notowaniom SPW na rynku wtórnym. Głównym czynnikiem oddziałującym globalnie na rynki FI pozostaną notowania ropy naftowej, zależne od sytuacji w Zatoce Perskiej, gdzie przełomu nie widać. Przy braku nowych istotnych impulsów dalsze dryfowanie rentowności obligacji skarbowych w górę i stromienie krzywych wydaje się podczas śródownych notowań bardziej prawdopodobnym scenariuszem.**

Waluty



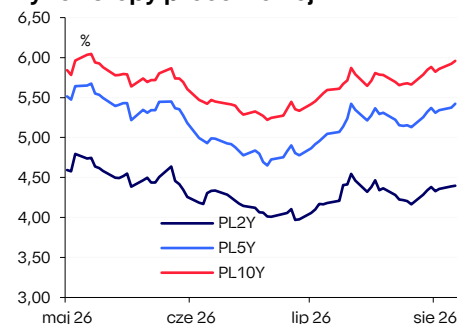
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



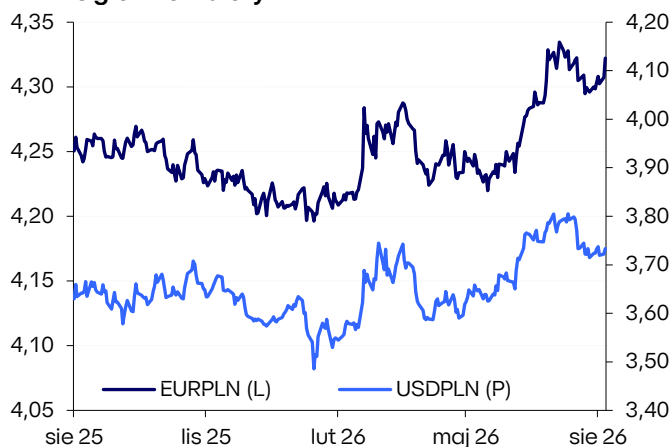
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

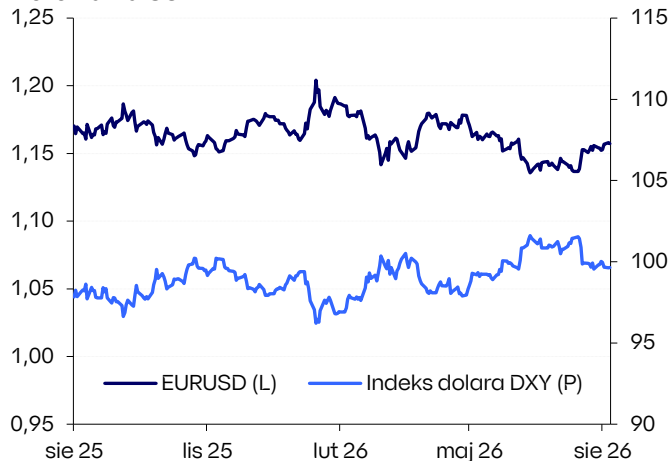
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

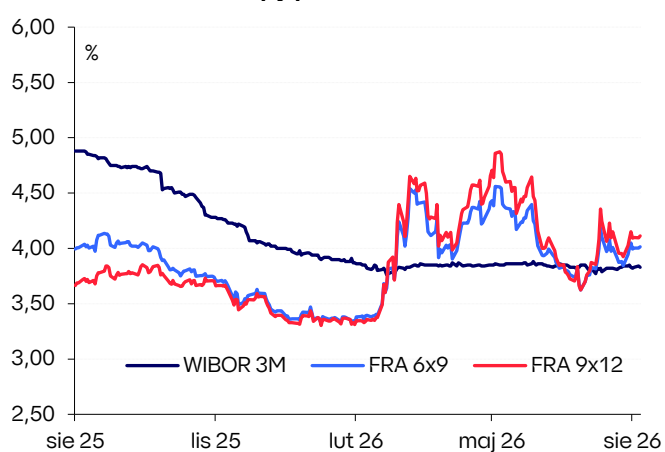
PLN vs główne waluty



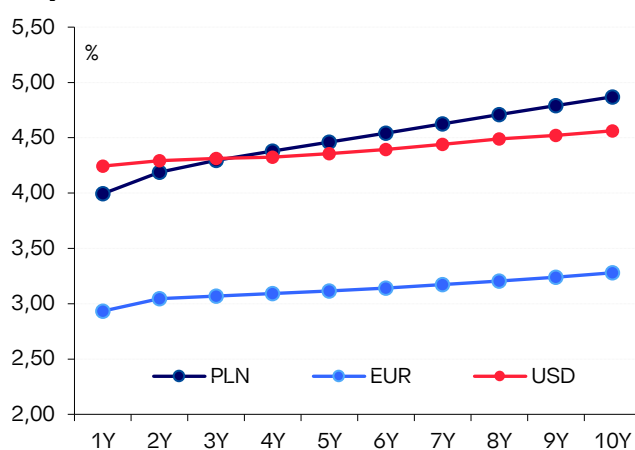
Notowania USD



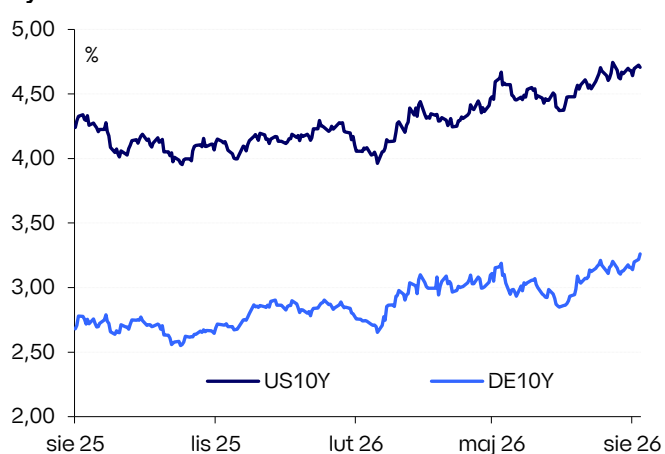
Krótkoterminowe stopy procentowe



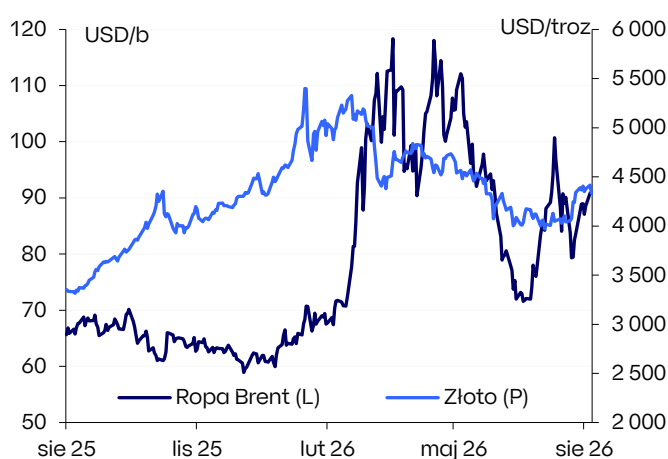
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Czwartek, 13 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (lip., rew.)	9:30	% r/r	2,5	3,0	3,0	3,0
POL: Wzrost PKB (2q)	9:30	% r/r	3,5	3,7	4,1	3,8
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,25	4,25	4,25
EUR: Produkcja przemysłowa (cze.)	11:00	% r/r	-0,1	-0,6	--	0,1
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	14:00	mIn EUR	-1071	-679	-679	-2216
POL: Eksport (cze.)	14:00	% r/r	5,5	8,0	6,7	12,3
POL: Import (cze.)	14:00	% r/r	3,7	9,4	8,6	16,9
USA: Inflacja PPI (lip.)	14:30	% r/r	5,5	4,9	--	4,7
Piątek, 14 sierpnia						
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,5	1,0	--	1,0
EUR: Bilans handlowy (cze.)	11:00	mld	-6,1	--	--	1,8
POL: Inflacja bazowa (lip.)	14:00	% r/r	3,0	3,0	3,1	3,1
USA: Sprzedaż detaliczna (lip.)	14:30	% m/m	0,2	0,2	--	-0,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., wst.)	16:00	pkt.	55,2	54,1	--	51,0
Wtorek, 18 sierpnia						
GER: Indeks instytutu ZEW (sie.)	11:00	pkt.	26,3	30,0	--	34,2
USA: Rozpoczęte budowy domów (lip.)	14:30	mIn	1,415	1,345	--	1,239
USA: Pozwolenia na budowę (lip., wst.)	14:30	mIn	1,374	1,374	--	1,443
USA: Produkcja przemysłowa (lip.)	15:15	% m/m	0,3	0,3	--	0,2
Środa, 19 sierpnia						
POL: Koniunktura konsumencka (sie.)	9:30	pkt.	-10,2	-10,2	-10,0	--
EUR: Inflacja HICP (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
EUR: Inflacja bazowa (lip., rew.)	11:00	% r/r	2,4	2,5	--	--
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
Czwartek, 20 sierpnia						
GER: Inflacja PPI (lip.)	8:00	% r/r	1,8	2,5	--	--
SWE: Posiedzenie Riksbanku	9:30	%	1,75	1,75	1,75	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (lip.)	9:30	% r/r	5,9	6,2	6,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (lip.)	9:30	% r/r	-0,9	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (lip.)	9:30	% r/r	7,6	4,8	5,3	--
POL: Inflacja PPI (lip.)	9:30	% r/r	1,7	2,1	2,9	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (lip.)	9:30	% r/r	5,2	4,2	3,8	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	209	211	--	--
Piątek, 21 sierpnia						
GER: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	9:30	pkt.	52,2	52,0	--	--
GER: PMI w usługach (sie., wst.)	9:30	pkt.	49,8	50,1	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,9	51,9	--	--
EUR: PMI w usługach (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,7	51,6	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	15:45	pkt.	53,9	53,9	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., wst.)	16:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak

piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)



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.