

Jednocyfrowy wzrost wynagrodzeń w 2q

W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Ubiegły tydzień na giełdach w USA i Europie zakończył się wzrostami - indeksy akcji wspierane były dobrymi wynikami spółek i doniesieniami, że USA i Rosja dążą do porozumienia w sprawie zakończenia wojny w Ukrainie. Na warszawskiej GPW indeks WIG20 przebił poziom 3010 pkt. Złoty zakończył piątkową sesję aprecjacją - EURPLN spadł poniżej 4,25 a USDPLN umocnił się do 3,64. Rentowności krajowych obligacji były dość stabilne, na rynkach bazowych odnotowano lekkie wzrosty.
- W tym tygodniu kluczowe będą dane inflacyjne z USA. W Polsce uwaga skupi się na wstępnym odczycie PKB za 2q25 i danych o bilansie płatniczym za czerwiec. Czeką nas też finalne potwierdzenie lipcowej inflacji CPI.
- W Stanach Zjednoczonych rynki czekają na kolejną odstonę danych inflacyjnych. **We wtorek poznamy odczyt CPI za lipiec**, która - zgodnie z naszymi prognozami i konsensusem - **ma wzrosnąć do 2,8% r/r z 2,7% r/r**, kontynuując **trend wzrostowy trzeci miesiąc z rzędu**. Przyspieszenie inflacji w lipcu mogło wynikać m.in. z rosnących cen żywności, osłabienia dolara i kończącego się efektu dezinflacyjnego w paliwach. **Inflacja bazowa prawdopodobnie również odbije** - w okolice 3% r/r. W czwartek poznamy lipcową inflację PPI, gdzie **presję cenową mogą zwiększyć nowe cła**. Wyniki te będą istotne dla wrześniowego posiedzenia FOMC - wraz z sierpniowym odczytem CPI oraz danymi z rynku pracy **rozstrzygną, czy Fed zdecyduje się na obniżkę stóp**, czy utrzyma twardą postawę wobec inflacji.
- W piątek pojawią się także dane o aktywności gospodarczej w USA na początku 3q25. Zarówno lipcowa sprzedaż detaliczna, jak i produkcja przemysłowa mogą **wyhamować w ujęciu miesięcznym, wpisując się w obraz spowalniającej gospodarki w 2h25**. Indeks Uniwersytetu Michigan może wskazać na **lekką poprawę nastrojów konsumenckich m/m w sierpniu**, choć wciąż pozostają one na poziomach niższych niż na początku kadencji D.Trumpa.
- W Polsce w środę opublikowany zostanie pierwszy szacunek PKB za 2q25 - nasz **nowcast wskazuje na przyspieszenie wzrostu do 3,5% r/r z 3,2% r/r w 1q25**. **Głównym motorem wzrostu będzie konsumpcja prywatna oraz odbudowa inwestycji prywatnych**. Wzrostowi będzie jednak ciężać ujemny

Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

@PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

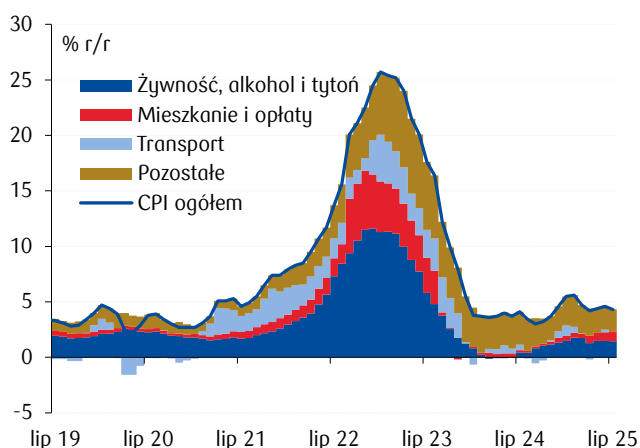
Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-08-08	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2475	-0,3
USDPLN	3,6441	-0,5
CHFPLN	4,5125	-0,5
GBPPLN	4,9063	0,0
EURUSD	1,1656	0,3
Obligacje:		
PL2Y	4,26	3
PL5Y	4,81	2
PL10Y	5,42	2
DE10Y	2,69	5
US10Y	4,29	4
Indeksy akcyjne:		
WIG	110 917,4	0,8
DAX	24 162,9	-0,1
S&P500	6 389,5	0,8
Nikkei**	41 820,5	0,0
Shanghai Comp.**	3 653,7	0,5
Surowce:		
Złoto	3391,61	0,1
Ropa Brent	66,59	0,2

Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.

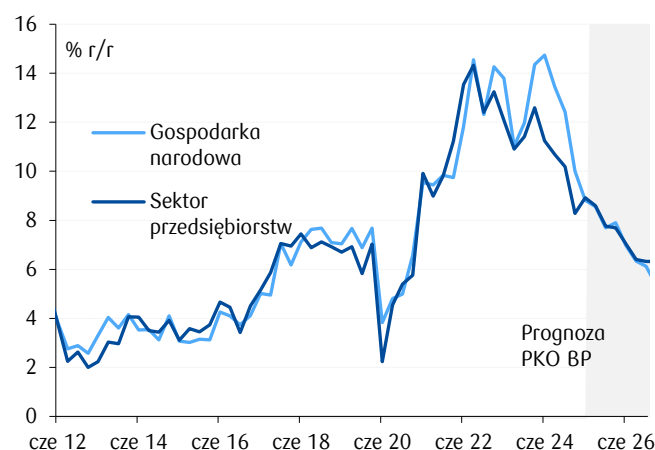
*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności obligacji. **zamknięcie dnia bieżącego.

Dekopozycja inflacji CPI w Węgrzech



Źródło: Macrobond, GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika wynagrodzeń w Polsce



wkład eksportu netto – silny popyt krajowy zwiększa import, a eksport znajduje się pod presją ze względu na słabość popytu zagranicznego. **W środę poznamy też bilans płatniczy za czerwiec** – spodziewamy się dalszego powiększenia deficytu bieżącego w ujęciu płynnego roku, głównie za sprawą wysokiego importu dóbr inwestycyjnych (maszyn, urządzeń, pojazdów). Zakładamy, że taki obraz utrzyma się do końca roku, a deficyt rachunku bieżącego wzrośnie do 1,4% PKB.

- **W czwartek warto zwrócić uwagę na finalny odczyt inflacji CPI za lipiec.** Wstępne dane wskazały na jej **spadek do 3,1% r/r z 4,1% r/r** – jednak w szczegółach rozczarowały z uwagi na mocniejszy od oczekiwań wzrost cen paliw. Nawet jeśli dane zostaną potwierdzone, w kolejnych miesiącach inflacja powinna spaść w pobliże dolnych granic odchylenia od celu NBP, co może otworzyć przestrzeń do obniżek stóp procentowych.
- **W Europie uwagę przyciągnie wtorkowa publikacja indeksu ZEW** – prognozy sugerują pogorszenie nastrojów w Niemczech – **oraz drugi odczyt PKB w 2q25 ze strefy euro.** Choć pierwsza publikacja pokazała lekkie spowolnienie wzrostu, to w kontekście napięć handlowych był to zaskakująco pozytywny sygnał.
- **W Norwegii Norges Bank podejmie decyzję o w sprawie stóp procentowych** – najpewniej pozostaną one bez zmian. Ostatni wzrost inflacji do 3% r/r nieco schładza oczekiwania co do obniżek, choć rynek nadal zakłada, że do końca roku będą jeszcze dwa cięcia.
- **W regionie najciekawsze dane napłyną z Rumunii.** We wtorek poznamy inflację CPI za lipiec – oczekiwane jest jej wyraźne przyspieszenie w związku z odmrożeniem cen energii oraz podwyżką stawki VAT w sierpniu o 2pp. **Szacujemy, że inflacja wzrośnie do ok. 6,6% r/r** – nieco powyżej konsensusu – i może sięgnąć nawet 8% jesienią, co oddala ewentualne obniżki stóp. **W czwartek opublikowany zostanie również odczyt PKB za 2q25** – spodziewamy się lekkiego przyspieszenia wzrostu, choć wciąż poniżej potencjału gospodarki.
- **Na piątek na Alasce zaplanowane jest spotkanie prezydenta D.Trumpa z W.Putinem.** Pierwsze w obecnej kadencji D.Trumpa spotkanie dwóch przywódców będzie poświęcone zakończeniu wojny w Ukrainie. Źródła w Komisji Europejskiej podały, że administracja amerykańska wyraziła zainteresowanie uzgodnieniem stanowiska z Europą, a prezydent USA nie traktuje wydarzenia jako ustępstwa wobec Rosji. **Jutro upływa termin „rozejmu” w sporze handlowym między USA i Chinami.** D.Trump zasugerował, że nowe porozumienie „jest blisko”.

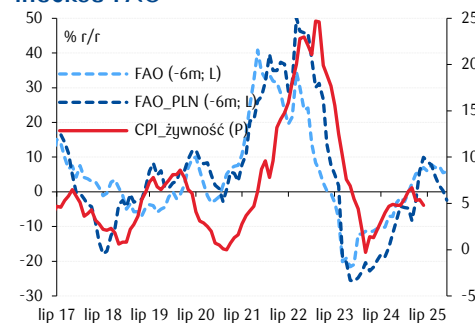
PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Przeciętne wynagrodzenie brutto w gospodarce narodowej w 2q25 **wzrosło o 8,8% r/r**, spowalniając wobec 10,0% r/r w 1q25. Podobną dynamikę zaobserwowano w sektorze przedsiębiorstw (8,7% r/r). Wzrost okazał się zgodny z naszymi prognozami. Oczekujemy, że w 2h25 dynamika płac będzie dalej hamować, a na koniec roku może spaść poniżej 8%. Utrzymujący się jednak nadal wysoki realny wzrost wynagrodzeń wspiera nas scenariusz jeszcze tylko jednej obniżki stóp RPP w tym roku.
- **ROM:** NBR zgodnie z oczekiwaniami **utrzymał główną stopę procentową na poziomie 6,50%.** Bank oczekuje stopniowego, choć nieliniowego, spadku inflacji, która jednak pozostanie powyżej wcześniejszych prognoz. Prognoza inflacji na koniec 2025 została zrewidowana do 4,6% r/r z 3,8% r/r w maju, ze względu na wyższe oczekiwania dotyczące inflacji bazowej i cen energii. Według prezesa NBR M.Isărescu, deprecjacja waluty może dodać 0,3 pkt proc. do prognozy, a ministerstwo finansów szacuje, że zacieśnienie fiskalne może dołożyć kolejne 1,5–1,8 pkt proc. Prezes M.Isărescu nie wykluczył obniżki stóp w 2h25, jednak uzależnił ją od stabilizacji rynków finansowych,

powrotu płynności do komfortowych poziomów, normalizacji odpływów kapitału oraz spadku rynkowych stóp procentowych poniżej obecnego poziomu stopy referencyjnej. W komunikacie banku zaznaczono, że zacieśnienie fiskalne w dłuższej perspektywie najprawdopodobniej będzie wywierało silniejszą presję dezinflacyjną, głównie poprzez wpływ na popyt. Dodatkowo, wzrost zaufania inwestorów wsparty gotowością nowego rządu do zmniejszenia deficytu fiskalnego ograniczył ryzyko dalszej deprecjacji lokalnej waluty. Podtrzymujemy scenariusz obniżki stóp o 25 pb w 2025.

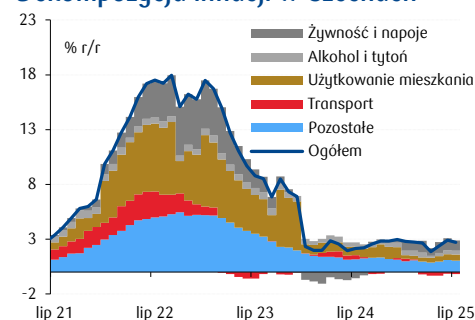
- HUN:** Inflacja CPI w lipcu spadła do 4,3% r/r z 4,6% r/r w czerwcu, choć skala spadku była mniejsza niż oczekiwano. Inflacja bazowa obniżyła się do 4,0% r/r z 4,4% r/r poprzednio, osiągając najniższy poziom od 3q21 (nie licząc maja 2024). Paliwa potaniały o 4,3% r/r, ale wzrosły o 0,3% m/m. Inflacja usług spadła marginalnie do 5,3% r/r, jednak struktura wskazuje na uporczywą presję – rosły m.in. ceny transportu i telekomunikacji. Ceny energii wzrosły o 10,9% r/r, mimo utrzymania ich regulacji. Największy wkład miały ceny gazu (+23,1% r/r, +2,3% m/m), co może być skutkiem przesunięcia gospodarstw do wyższych progów taryfowych. Zjawisko to wydaje się trwałe i podważa efektywność rządowej polityki cen regulowanych. Inflacja bazowa kształtuje się zgodnie z projekcjami MNB, więc nie oczekujemy zmiany nastawienia polityki pieniężnej. W najbliższych miesiącach inflacja może lekko rosnąć, lecz zimą powinna zacząć spadać, co może otworzyć drogę do obniżki stóp na koniec roku.
- ŚWIAT:** Indeks światowych cen żywności FAO (w USD) w lipcu wzrósł o 7,6% r/r (+1,6% m/m), głównie za sprawą droższego mięsa (+1,2% m/m) i olejów roślinnych (+7,1% m/m). Lekko spadły natomiast indeksy cen dla zbóż (-0,8% m/m), nabiału (-0,1% m/m) oraz cukru (-0,2% m/m). Po przeliczeniu na PLN, dzięki osłabieniu USD, indeks w lipcu obniżył się o 0,1% m/m (-0,8% r/r). Pomimo rosnących globalnie cen żywności, osłabienie dolara wraz z [lepszymi zbiorami](#) w tym roku, powinno skutkować niższą presją na krajowe ceny żywności.
- CZE:** Inflacja CPI w lipcu spadła do 2,7% r/r z 2,9% r/r w czerwcu, potwierdzając wstępny szacunek. Głównym czynnikiem dezinflacyjnym były ceny żywności (-0,7% m/m), których dynamika r/r spadła z 6,2% do 5,2%. Inflacja bazowa utrzymała się na poziomie ok. 3% r/r, a inflacja usługowa pozostaje uporczywie wysoka (4,8% r/r). Dane wzmacniają argumenty CNB za utrzymaniem parametrów polityki pieniężnej.
- CZE:** Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w lipcu do 4,4% z 4,2%, zgodnie z oczekiwaniami. Liczba bezrobotnych wzrosła o 16,4% r/r, a pobierających zasiłki o 4,8% r/r. Jednocześnie liczba wakatów na jednego bezrobotnego spadła do 0,64 – i była najniższa od kwietnia. Liczba zwolnień wzrosła o 36,2% r/r po raz pierwszy od początku 1h25. Sugeruje to pogorszenie sytuacji na rynku pracy.
- CHN:** Ceny konsumpcyjne w lipcu ustabilizowały się w ujęciu r/r po wzroście o 0,1% r/r w czerwcu. Inflacja bazowa wzrosła do 0,8% r/r z 0,7% r/r przed miesiącem i była najwyższa od 17 miesięcy. Po stronie producenta utrzymała się silna presja deflacyjna – indeks PPI obniżył się o 3,6% r/r, podobnie jak w czerwcu i był niższy od oczekiwań.

Inflacja cen krajowej żywności na tle indeksu FAO



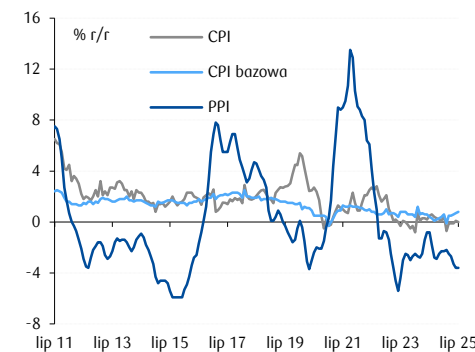
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dekompozycja inflacji w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja w Chinach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 8 sierpnia						
HUN: Inflacja CPI (lip.)	08:30	% r/r	4,6	4,1	4,1	4,3
CZE: Stopa bezrobocia (lip.)	10:00	%	4,2	4,4	4,2	4,4
ROM: Posiedzenie banku centralnego (sie.)	--	%	6,5	6,5	6,5	6,5
Poniedziałek, 11 sierpnia						
ROM: Saldo handlowe (cze.)	8:00	mldEUR	-2,7262	--	--	--
Wtorek, 12 sierpnia						
ROM: Wynagrodzenie (cze.)	8:00	% r/r	7,6	--	--	--
ROM: Inflacja CPI (lip.)	8:00	% r/r	5,66	6,35	6,6	--
GER: Indeks instytutu ZEW (sie.)	11:00	pkt.	52,7	39,5	--	--
USA: Inflacja CPI (lip.)	14:30	% r/r	2,7	2,8	2,8	--
USA: Inflacja bazowa (lip.)	14:30	% r/r	2,9	3,0	--	--
Środa, 13 sierpnia						
GER: Inflacja CPI (lip., rew.)	8:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
GER: Inflacja HICP (lip., rew.)	8:00	% r/r	2,0	1,8	--	--
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	3,2	3,4	3,5	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	10:00	mld CZK	-5,83	-20,90	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	14:00	mld EUR	-1,74	-1,08	-1,31	--
POL: Eksport (cze.)	14:00	% r/r	4,2	1,1	2,2	--
POL: Import (cze.)	14:00	% r/r	5,2	3,5	4,5	--
Czwartek, 14 sierpnia						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,7	--	--
ROM: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:00	% r/r	3,7	--	--	--
NO: Posiedzenie Norges Banku (sie.)	10:00	%	4,25	4,25	4,25	--
POL: Inflacja CPI (lip., rew.)	10:00	% r/r	4,1	3,1	3,1	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (cze.)	11:00	% r/r	3,7	2,0	--	--
USA: Inflacja PPI (lip.)	14:30	% r/r	2,3	2,5	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	226	225	--	--
Piątek, 15 sierpnia						
USA: Sprzedaż detaliczna (lip.)	14:30	% m/m	0,6	0,5	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (lip.)	14:30	%, m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (lip.)	15:15	% m/m	0,3	0,0	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., wst.)	16:00	pkt.	61,7	62,0	--	--

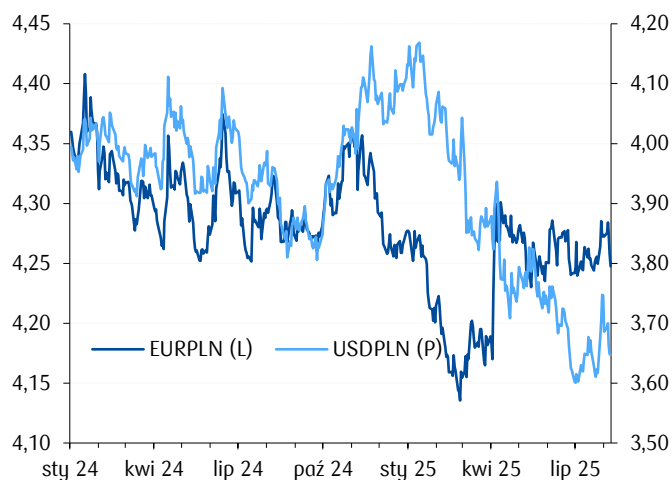
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

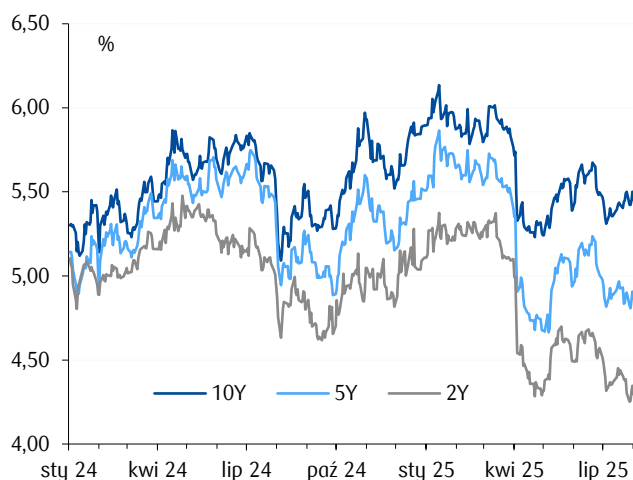
		Wartość 2025-08-08	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2475	-0,3	-0,6	-0,4	-1,7	-9,8
	USDPLN	3,6441	-0,5	-1,4	-0,1	-7,9	-21,3
	CHFPLN	4,5125	-0,5	-1,6	-1,4	-1,3	-6,2
	GBPPLN	4,9063	0,0	0,2	-0,4	-2,9	-12,1
	EURUSD	1,1656	0,3	0,9	-0,3	6,7	14,7
	EURCHF	0,9413	0,2	1,0	1,1	-0,4	-3,9
	GBPUSD	1,3439	0,3	1,3	-0,5	5,3	11,4
	USDJPY	147,83	0,2	-0,2	0,3	0,8	9,2
	EURCZK	24,43	-0,1	-0,6	-1,0	-3,2	-0,4
	EURHUF	395,33	-0,4	-0,7	-1,1	0,2	0,3
Obligacje	PL2Y	4,26	3	-4	-11	-58	-245
	PL5Y	4,81	2	-6	-8	-25	-117
	PL10Y	5,42	2	-3	6	17	-11
	DE2Y	1,96	3	5	5	-42	150
	DE5Y	2,28	5	2	4	15	156
	DE10Y	2,69	5	1	0	46	173
	US2Y	3,76	4	7	-13	-29	51
	US5Y	3,83	5	7	-15	4	86
	US10Y	4,29	4	7	-13	35	145
Akcje	WIG	110 917,4	0,8	5,0	5,5	39,3	105,9
	WIG20	3 022,2	1,2	4,8	5,6	33,8	82,9
	S&P500	6 389,5	0,8	2,4	2,1	19,6	54,1
	NASDAQ100	23 611,3	0,9	3,7	3,6	27,5	78,8
	Shanghai Composite**	3 653,1	0,5	2,6	4,1	27,6	13,2
	Nikkei**	41 820,5	0,0	2,5	5,7	19,4	48,4
	DAX	24 162,9	-0,1	3,1	-0,4	36,3	78,0
	VIX	19,16	-2,8	-9,2	-0,2	1,6	-22,7
Surowce	Ropa Brent	66,6	0,2	-4,4	-5,4	-16,4	-29,8
	Ropa WTI	64,9	0,1	-5,0	-6,7	-17,0	-29,2
	Złoto	3391,6	0,1	1,3	0,8	39,7	91,0

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

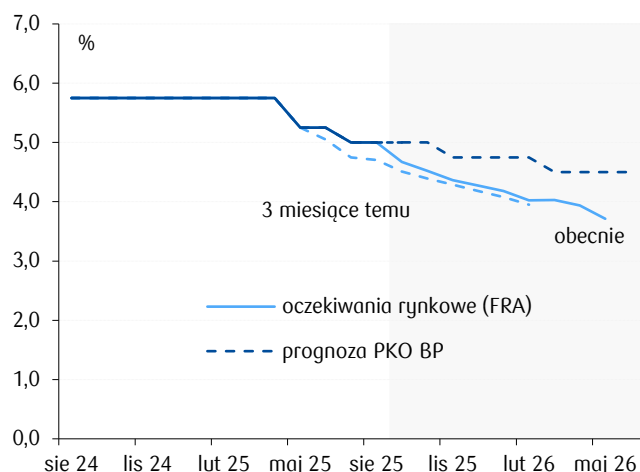
Notowania złotego wobec głównych walut



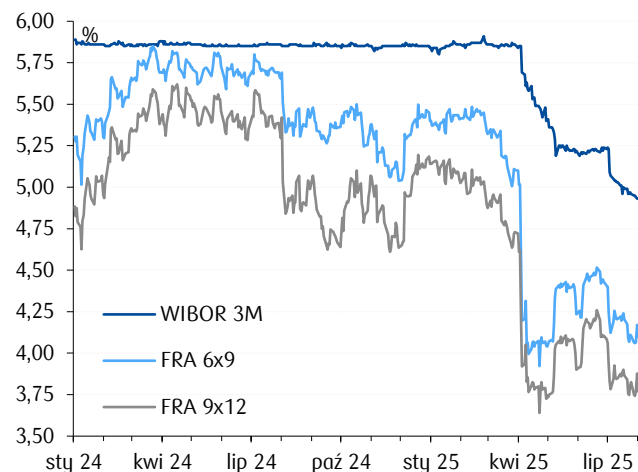
Rentowności polskich obligacji skarbowych



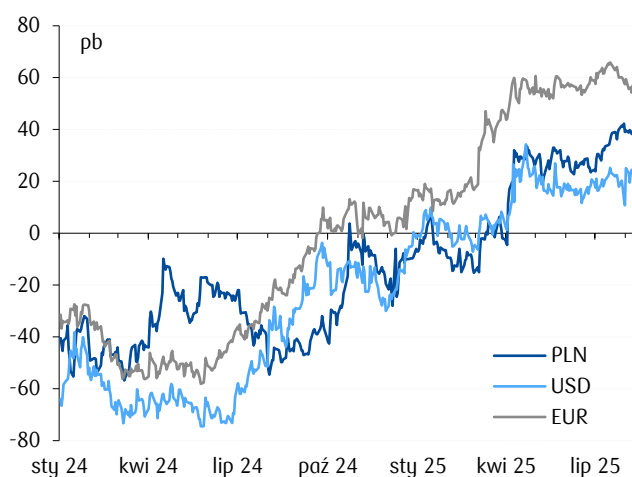
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



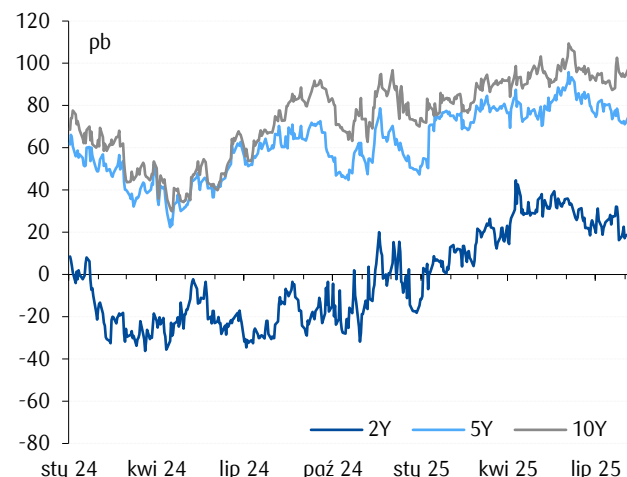
Krótkoterminowe stopy procentowe



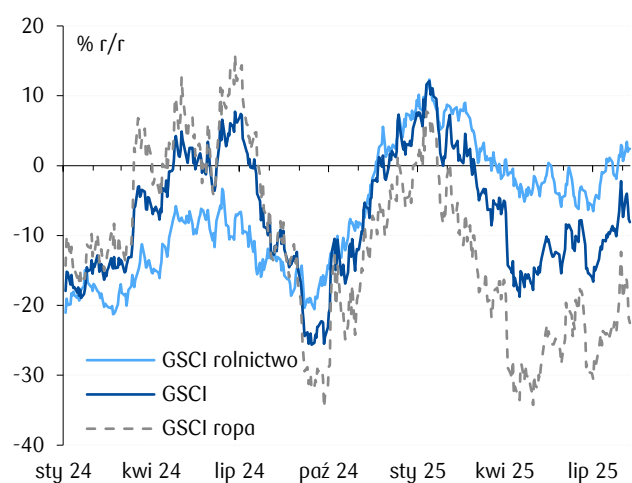
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



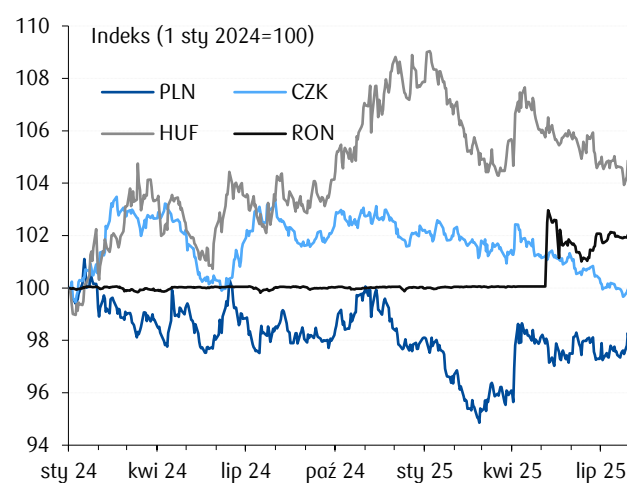
Spread asset swap dla PLN



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
tel: 22 521 80 84
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.