

## Historie inflacyjne

### W TYM TYGODNIU W CENTRUM UWAGI:

- Dane wskazujące na słabą koniunkturę konsumencką oraz utrzymującą się presję płacową w USA, w połączeniu z załamaniem notowań spółek technologicznych, przełożyły się pod koniec tygodnia na spadki notowań akcji na Wall Street. Rentowności 10-letnich *Treasuries* nieznacznie wzrosły, a dolar osłabił się względem głównych walut. Negatywne nastroje zdominowały również europejskie parkiety - WIG20 w piątek zanotował trzeci z rzędu dzień spadków. Złoty podążył za globalnymi trendami - lekko osłabił się względem euro, kierując się w stronę poziomu 4,27, natomiast wobec dolara umocnił się w okolice 3,64. Rentowności krajowych obligacji wzrosły na całej długości krzywej.
- **W tym tygodniu najważniejszym globalnie wydarzeniem będzie piątkowa publikacja raportu NFP z amerykańskiego rynku pracy. Interesujące będą także finalne wskaźniki PMI z największych gospodarek (z przemysłu dziś i jutro a z sektora usług w środę). W Polsce w centrum uwagi znajdą się publikowane dziś szczegółowe dane o PKB za 2q25 i przemysłowym PMI za sierpień oraz decyzja RPP (w środę). Na rynku krajowym istotna będzie również zaplanowana na piątek decyzja Fitch w sprawie ratingu Polski, która odzwierciedli ocenę ogłoszonego w ubiegłym tygodniu projektu budżetu na 2026.**
- **Po sierpniowej znacznej rewizji w dół danych o zatrudnieniu w USA, oczekujemy kolejnego słabego raportu z rynku pracy.** Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym wzrosło wg nas w sierpniu o 75 tys., a więc w skali zbliżonej do lipca. Nasza prognoza jest zgodna z konsensusem. Powszechnie oczekiwany jest wzrost stopy bezrobocia w sierpniu do 4,3% z 4,2% w lipcu a dynamika przeciętnej płacy godzinowej może spowolnić do 3,7% r/r z 3,9% r/r w lipcu. Przed piątkową publikacją NFP poznamy lipcowe dane o ofertach pracy z ankiety JOLTS, które zapewne potwierdzą utrzymywanie się słabego popytu na pracę (śr.) oraz dane o zatrudnieniu w sektorze prywatnym, co do których również oczekiwane jest osłabienie wzrostu zatrudnienia (raport ADP w czw.).
- **Zakładamy, że w środę RPP obniży stopy procentowe o 25pb.** Choć obniżki stóp o 50pb w maju oraz 25pb w lipcu zostały nazwane przez RPP „dostosowaniem”, a nie początkiem cyklu, to obecnie przestrzeń do kolejnego

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

analizy.makro@pkobp.pl

tel. 22 521 81 34

 @PKO\_Research

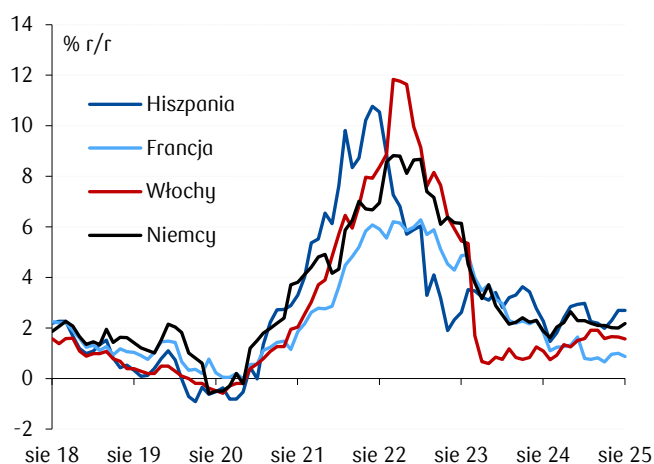
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

	Wartość 2025-08-29	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2652	-0,1
USDPLN	3,6439	-0,4
CHFPLN	4,5603	0,0
GBPPLN	4,9271	-0,1
EURUSD	1,1705	0,3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,35	1
PL5Y	4,93	2
PL10Y	5,56	1
DE10Y	2,72	3
US10Y	4,23	2
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	104 775,4	-1,2
DAX	23 902,2	-0,6
S&P500	6 460,3	-0,6
Nikkej**	42 053,1	-1,6
Shanghai Comp.**	3 869,6	0,3
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3441,44	0,9
Ropa Brent	68,12	-0,7

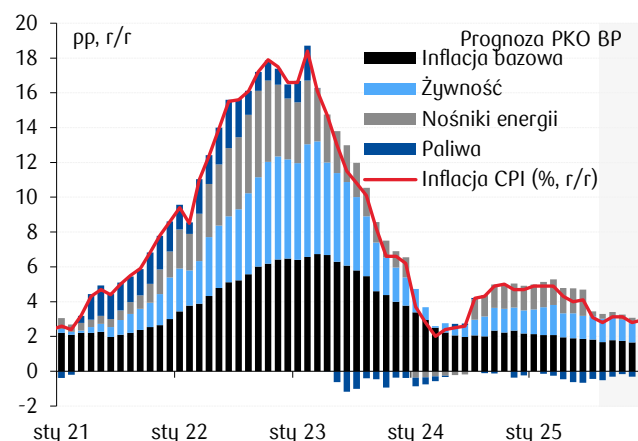
Źródło: Datastream, PKO Bank Polski; zamknięcie sesji.  
\*zmiana w procentach dla walut, indeksów akcyjnych  
oraz surowców i w punktach bazowych dla rentowności  
obligacji. \*\*zamknięcie dnia bieżącego.

### Inflacja CPI w wybranych państwach strefy euro



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

### Krajowa inflacja CPI z prognozą



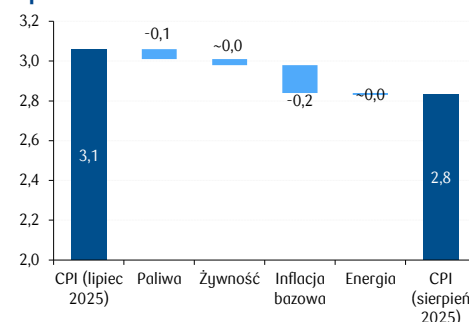
ruchu łagodzącego politykę pieniężną się zwiększyła. Kluczowym argumentem za tegorocznymi obniżkami była znacząca poprawa perspektywy inflacji a **ostanie wstępne dane o inflacji za sierpień zaskoczyły pozytywnie** – silniej niż oczekiwano spadła zarówno inflacja CPI (2,8% r/r w sierpniu wobec prognoz NBP 2,9% r/r), jak i bazowa (która obniżyła się do ok.3% r/r wobec konsensusu 3,2% r/r). **Kolejne dane z rynku pracy sygnalizują jego schłodzenie** – wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w lipcu potwierdzają ograniczanie presji płacowej. Ponadto **dezinflację wspiera mocny złoty**. Wypowiadający się w tym tygodniu członkowie RPP również wskazywali na wrzesień jako możliwy moment kolejnego ruchu w dół. Konferencja Prezesa A.Glapińskiego może rzucić więcej światła na politykę pieniężną w nadchodzących miesiącach. Obecnie zakładamy, że jest spore prawdopodobieństwo kolejnej obniżki stóp NBP (o 25 pb.) również w listopadzie, po publikacji nowej projekcji inflacji.

- Zgodnie z szybkim szacunkiem, **wzrost krajowego PKB w 2q25 przyspieszył do 3,4% r/r z 3,2% r/r w 1q25, a my oczekujemy, że opublikowane dziś wstępne szczegółowe dane nie będą od niego gorsze**. Szacujemy, że głównym motorem wzrostu PKB była konsumpcja, której dynamika mogła wyraźnie przyspieszyć względem 2,5% r/r odnotowanych w 1q25. Na taki scenariusz wskazują miesięczne dane o sprzedaży detalicznej oraz symptomy solidnej aktywności w sektorach usługowych. Inwestycje najpewniej nadal rosły, jednak ich dynamika była naszym zdaniem niższa niż zaskakujące 6,3% r/r w 1q25.
- **Przemysłowy PMI w Polsce wg naszego szacunku wzrósł w sierpniu do 46,8 pkt., a poprawa nastrojów – zwłaszcza firm eksportowych – wynikała głównie ze znacznego wzrostu optymizmu w przemyśle europejskim. Wstępne dane o PMI ze strefy euro pokazały wzrost powyżej poziomu neutralnego do 50,5 pkt. wobec 49,8 pkt. w lipcu.**

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- **POL:** Według wstępnego szacunku GUS inflacja CPI w sierpniu nadal spadała, wyniosła 2,8% r/r wobec 3,1% r/r w lipcu, i była niższa od oczekiwań rynkowych. Ceny nośników energii, które odpowiadały za silny spadek inflacji w lipcu, w sierpniu wzrosły nieznacznie, o 0,1% m/m, a ich roczna dynamika spadła do 2,3% z 2,4%. **Ceny żywności zaskoczyły z kolei negatywnie** – ich spadek o 0,1% m/m był wprawdzie zbliżony do obserwowanego przed rokiem, jednak wyraźnie słabszy od wzorca sezonowego. **Pozytywnie w danych za sierpień oceniamy inflację bazową**, po wyłączeniu żywności i energii, która wg naszych szacunków obniżyła się w okolice 3,0% r/r, co byłoby najniższym wynikiem od końca 2019. Naszym zdaniem **ostatnie dane otwierają drogę do wrześniowej obniżki stóp o 25pb**, pomimo relatywnie luźnej polityki fiskalnej i braku regulacji dotyczących cen energii dla gospodarstw domowych. Więcej w Makro Flashu: [Coraz bliżej celu](#).
- **POL:** Rząd **opublikował** i przekazał do RDS projekt budżetu na 2026. W dokumencie przedstawiono prognozy wykonania dochodów i wydatków w 2025. **Dochody budżetu państwa w 2025 mają być o ok. 29 mld PLN niższe niż założono w ustawie budżetowej na 2025 (UB25)**, z czego 24,5 mld PLN po stronie VAT i 4,7 mld PLN ze względu na PIT. **Nie przewiduje się natomiast nowelizacji ustawy budżetowej 2025**. Ze względu na zwyczajowo niższe od planów wykonanie wydatków limit deficytu (289 mld PLN) nie powinien, w naszej ocenie, zostać przekroczony. **Dochody budżetu państwa w 2026 mają wzrosnąć o 8,1%, czyli szybciej niż nominalny wzrost PKB (6,6%)**. Dochody z VAT mają w 2025 osiągnąć 8,3% PKB (najwyższy poziom przynajmniej od 2015), a w 2026 marginalnie obniżyć się do 8,2% PKB. Spadek wynikać ma ze zmiany struktury PKB i spadku udziału spożycia prywatnego. **Po stronie akcyzy przewidywany jest spadek wpływów z tego podatku z 2,5% PKB w 2024 do 2,4% PKB w 2025**

#### Zmiana inflacji CPI między sierpniem a lipcem 2025



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

#### Potrzeby pożyczkowe netto budżetu wg projektu ustawy budżetowej na 2026

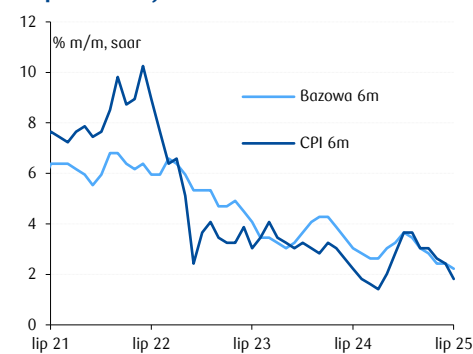
Potrzeby pożyczkowe netto 2026	mld PLN
<b>krajowe</b>	<b>240,8</b>
SPW	240,8
obligacje rynkowe	195,9
bony skarbowe	26,6
detal	18,2
<b>środki na rachunkach budżetowych</b>	
zagraniczne	182,1
obligacje	27,9
pożyczki z UE	45,3
<b>Potrzeby pożyczkowe netto</b>	<b>422,9</b>
<b>Potrzeby pożyczkowe brutto</b>	<b>690,0</b>

Źródło: MinFin, PKO Bank Polski.

i niewielki wzrost do 2,5% PKB w 2026 (przy uwzględnieniu podwyżek stawek z aktualizacji tzw. mapy drogowej). Analiza wysokości wpływów z CIT i PIT jest zaburzona reformą finansowania JST. Uwzględniając całkowite wpływy sektora publicznego z obu podatków (budżet państwa + JST) w 2026 oczekiwany jest wzrost zarówno wpływów z CIT (do 2,6% PKB z 2,4% PKB w 2025, uwzględniający planowane wyższe obciążenia dla banków) jak i PIT (do 5,4% PKB z 5,2% PKB w 2025). W przypadku PIT oznaczałoby to wzrost o 13,9% vs 2025, silniej od dynamiki funduszu płac (m.in. ze względu na mrożenie progów PIT). Po stronie wydatkowej budżetu założono, m.in. dodatkowe wydatki związane z waloryzacją rent i emerytur (+22 mld PLN), na zdrowie (+26 mld PLN), obronę narodową (+13,5 mld PLN). **Koszty obsługi długu mają wzrosnąć o 15 mld PLN, do 90 mld PLN.** Zmniejszyć mają się natomiast dotacje i subwencje (-35 mld PLN). Wydatki majątkowe zaplanowano na poziomie 72 mld PLN wobec 79 mld PLN wg UB25, a spadek wynika z głównie ze zmniejszenia środków przekazywanych do BGK. **Projekt budżetu zakłada też nieznaczne ograniczenie roli funduszy pozabudżetowych** – ich wpływy mają być niższe o 13,7% niż w 2025 (156 mld PLN), a wydatki o 11,9% (160 mld PLN). Największe wydatki mają ponieść Fundusz Wsparcia Sił Zbrojnych (50% ogółu wydatków funduszy), a następnie Krajowy Fundusz Drogowy (20%) i Fundusz Covid-19 (16%). **Potrzeby pożyczkowe netto budżetu mają wg UB26 wzrosnąć do 422,9 mld PLN z 300,5 mld PLN w 2025.** Jednakże, jak poinformował minister A.Domański, rzeczywiste potrzeby pożyczkowe w 2026 powinny pozostać na zbliżonym poziomie co w 2025. Różnica wynika przede wszystkim z uwzględnienia pożyczek z KPO, których źródłem finansowania pozostają obligacje UE. Oznacza to, że skala potrzeb pożyczkowych, które MF będzie musiał zaspokoić będzie mniejsza niż wydawało się po czwartkowej prezentacji projektu. W strukturze potrzeb pożyczkowych netto na uwagę zasługują naszym zdaniem niższe plany emisji skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowych (240,8 mld PLN w 2026 vs 267 mld PLN w 2025) przy wysokim udziale pożyczek z UE (45 mld PLN w 2026) i wykorzystania zgromadzonych przez MF środków walutowych.

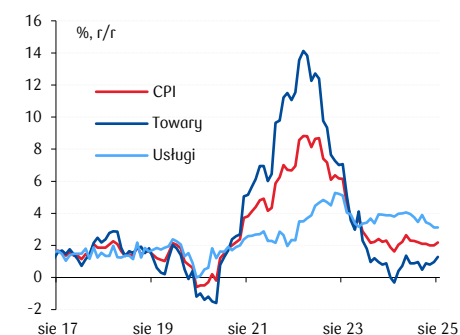
- **USA:** Inflacja PCE w lipcu wyniosła 0,2% m/m, tak samo jak w czerwcu. Również inflacja bazowa utrzymała dynamikę m/m z czerwca, 0,3% m/m. Odczyty były zgodne z oczekiwaniami. Impet inflacji bazowej (śr. 6m) obniżył się do 2,2% z 2,4% poprzednio i był najniższy od ponad 2 lat. **Ceny dóbr spadają, jednak w ankietach firmy wskazują, że dłużej nie są w stanie absorbować dodatkowych kosztów związanych ze wzrostem ceł, co oznacza, że w kolejnych miesiącach ceny towarów mogą rosnąć szybciej.** Inflacja w ujęciu rocznym jest nadal podwyższona, jednak lipcowe dane nie odbiegały od oczekiwań – inflacja ogółem ustabilizowała się na poziomie 2,6% r/r, a inflacja bazowa minimalnie wzrosła, do 2,9% r/r z 2,8% r/r. **Naszym zdaniem dane wspierają wrześniową obniżkę stóp Fed.**
- **GER:** Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 2,2% r/r z 2,0% w lipcu, nieco silniej od oczekiwań. W ciągu miesiąca ceny wzrosły o 0,1% m/m. **Inflacja bazowa (bez żywności i energii) utrzymała się na poziomie 2,7% r/r.** Ceny usług utrzymały wzrost o 3,1% r/r, natomiast towarów przyspieszyły do 1,3% r/r z 1,0% r/r poprzednio. Wśród kategorii szczegółowych żywność podrożała o 2,5% r/r względem 2,2% r/r poprzednio, natomiast deflacja cen energii osłabła do 2,4% r/r z 3,4% r/r. Dane wskazują na lekkie odbicie inflacji ogółem, głównie za sprawą droższej żywności, przy stabilnej inflacji bazowej. Malejący spadek cen energii zmniejsza ich efekt dezinflacyjny, co może oznaczać utrzymanie inflacji w pobliżu 2% w kolejnych miesiącach. Inflacja HICP wzrosła do 2,1% r/r z 2,0% r/r poprzednio. W pozostałych dużych państwach strefy euro inflacja HICP utrzymała się na poziomie z lipca lub spadła, co oznacza, że **inflacja dla całej strefy euro najpewniej utrzymała się na poziomie 2%.**

### Impet inflacji PCE w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

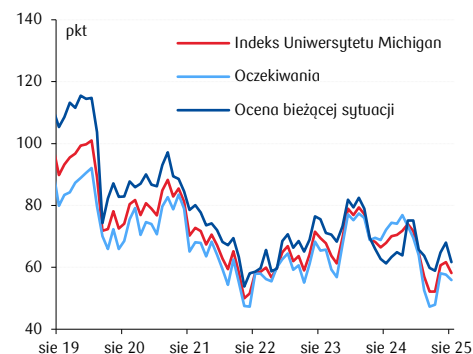
### Inflacja CPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

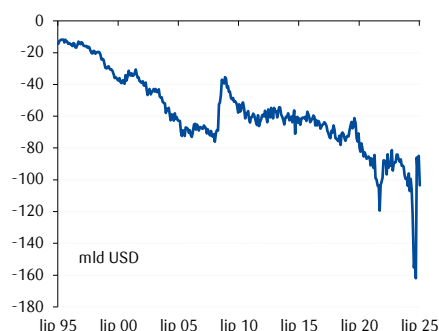
- **USA: Indeks Uniwersytetu Michigan spadł w sierpniu do 58,2 pkt.** (najniżej od 3 miesięcy) z 61,7 pkt. w lipcu, a ostateczne dane były nieco niższe niż wstępnie szacowano. Wskaźnik oczekiwań obniżył się do 55,9 pkt., a warunków bieżących do 61,7 pkt. Oczekiwania inflacyjne na 12 miesięcy wzrosły do 4,8% z 4,5%, a w horyzoncie 5–10 lat wzrosły do 3,5% z 3,4%, były jednak niższe niż w odczycie wstępnym. Aż 63% ankietowanych spodziewa się wzrostu bezrobocia w nadchodzącym roku, wyraźnie więcej niż w lipcu i rok wcześniej. Nastroje pogorszyły obawy o inflację, skutki ceł i warunki zatrudnienia, co przełożyło się na słabsze oceny dotyczące dużych zakupów, szczególnie samochodów.
- **USA: Wzrost wydatków konsumpcyjnych w lipcu przyspieszył do 0,5% m/m** (najwięcej od 4 miesięcy) z 0,4% m/m w czerwcu. Popyt napędzały głównie zakupy dóbr trwałych (auta, meble, sprzęt sportowy), wspierane **wzrostem dochodów, który również przyspieszył do 0,4% m/m z 0,3% m/m** poprzednio. Obecna siła konsumpcji może być jednak **krótkotrwała**. Wydatki gospodarstw domowych są wspierane przez rosnące płace i wcześniejsze promocje, **ale fundament – rynek pracy – wyraźnie słabnie**. Jednocześnie **po stronie cen widać efekt ceł**. Do tej pory firmy łagodzą ich wpływ poprzez wcześniejsze zwiększenie importu lub cięcie marż, ale te mechanizmy mogą się wyczerpywać.
- **USA: Lipiec przyniósł dalsze zawirowania w handlu towarowym. Eksport spadł o 0,1% m/m (sa),** podczas gdy **import wzrósł o 7,1% m/m (sa),** co przełożyło się na pogłębienie deficytu handlowego do 103,6 mld USD wobec 84,9 mld USD miesiąc wcześniej. W ujęciu r/r eksport zwiększył się o 3,0%, a import o 1,7%. **Wciąż widoczne są efekty przyspieszonych zakupów przed sierpniową podwyżką ceł,** co sugeruje, że w sierpniu deficyt powinien się zmniejszyć, natomiast głównych skutków wyższych barier celnych rynek może oczekiwać dopiero w kolejnych miesiącach.
- **USA: Sąd apelacyjny w Waszyngtonie orzekł w piątek stosunkiem głosów 7 do 4, że większość ceł nałożonych przez administrację D.Trumpa jest nielegalna.** Decyzja dotyczy tzw. „wzajemnych” ceł wprowadzonych w kwietniu, a także oddzielnych taryf na towary z Chin, Kanady i Meksyku. Sąd uznał, że Prezydent przekroczył swoje kompetencje, kiedy powołał się na ustawę o międzynarodowych uprawnieniach gospodarczych głowy państwa w sytuacjach nadzwyczajnych z lat 70. XX wieku. Sąd apelacyjny wstrzymał wykonanie decyzji do połowy października, dając administracji czas na złożenie odwołania do Sądu Najwyższego. Biały Dom wyraził przekonanie, że Sąd Najwyższy uchyli to orzeczenie.
- **POL: Ministerstwo energii proponuje utrzymanie ceny maksymalnej energii dla gospodarstw domowych na poziomie 500 PLN/MWh w 4q25.** Koszt wsparcia oszacowano na 0,9 mld PLN, a kolejne 0,9 mld PLN ma w 2026 kosztować bon ciepłowniczy. Mechanizm obejmie zużycie ok. 9 mln MWh (1/4 rocznego zapotrzebowania gospodarstw). Bez działań osłonowych rachunki wzrosłyby średnio o 12–13% wobec 3q25, gdyż ceny taryfowe URE sięgają ok. 620 PLN/MWh. Bon ciepłowniczy obejmie gospodarstwa o dochodzie nie większym niż 3272 PLN (1-os.) lub nie większym niż 2455 PLN/os. (wielos.), korzystające z ciepła systemowego powyżej 170 PLN/GJ. **Projekt to reakcja na zawetowanie przez prezydenta K.Nawrockiego „ustawy wiatrakowej”, która zawierała też zapis o mrożeniu cen energii w 4q25.**
- **CHN: Przemysłowy indeks PMI w sierpniu wzrósł do 50,5 pkt. z 49,5 pkt. w lipcu.** Wskaźnik przekroczył oczekiwania, był wyższy od poziomu neutralnego oraz najwyższy od 5 miesięcy, Chiński przemysł odnotował w sierpniu niewielki wzrost zamówień, jednak zamówienia eksportowe nadal spadały.
- **GER: Sprzedaż detaliczna w lipcu spadła o 1,5% m/m (sa) po wzroście o 1,0% m/m w czerwcu oraz silniej od oczekiwań. W ujęciu r/r odnotowano**

## Indeks Uniwersytetu Michigan w USA



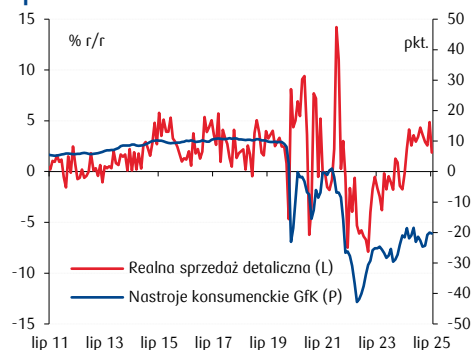
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Bilans handlowy USA



Źródło: Census, PKO Bank Polski.

## Sprzedaż detaliczna w Niemczech

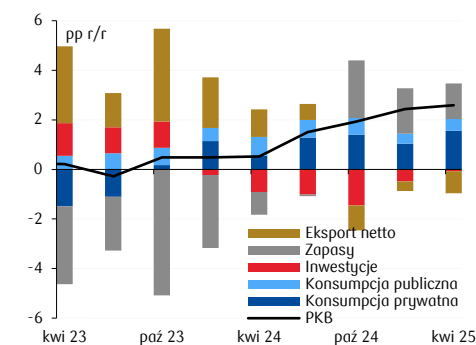


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

wzrost o 1,9% wobec 2,4% miesiąc wcześniej. Sprzedaż żywności wzrosła symbolicznie, o 0,1% r/r, podczas gdy sprzedaż innych dóbr przyspieszyła do 3,5% r/r. Aktywność konsumentów na początku 3q25 pozostaje stabilna, jednak dla materializacji wyczekiwanego ożywienia konsumpcji potrzebne jest dalsze wzmocnienie dynamiki sprzedaży detalicznej.

- **GER:** Stopa bezrobocia w sierpniu utrzymała się na poziomie 6,3% (sa). Liczba bezrobotnych spadła do 2,96 mln (-9 tys. m/m). Rynek pracy stabilizuje się, choć widać ślady spowolnienia - firmy ostrożnie tworzą nowe etaty.
- **CZE:** Dynamika PKB w 2q25 przyspieszyła do 2,6% r/r (wstępnie 2,4%), wobec 2,4% r/r w 1q25. Głównym motorem wzrostu była konsumpcja prywatna, która przyspieszyła do 3,4% r/r z 2,3% r/r w 1q25, a istotny wkład wniósł także przyrost zapasów (+1,4pp). Inwestycje pozostawały niższe w ujęciu r/r (-0,3%), choć nadal rosły q/q (0,5%, sa). Eksport netto obniżył dynamikę PKB o 0,9pp. Dane wskazują, że gospodarka Czech przyspiesza szybciej po stronie produkcyjnej niż popytowej. Popyt wewnętrzny wzmacnia się w ostatnich kwartałach, również w zakresie inwestycji, podczas gdy słabością pozostaje popyt zewnętrzny, który po stabilizacji globalnych zawirowań powinien stopniowo się poprawiać.
- **HUN:** W lipcu odnotowano nadwyżkę handlową w wysokości 578 mln EUR, względem nadwyżki 1 mld EUR w czerwcu. Eksport towarów wzrósł o 1,7% r/r, podczas gdy import spadł o 3,3% r/r.
- **POL:** Na koniec sierpnia stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto budżetu na 2025 wynosi ok. 89%.

### Dekompozycja PKB w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 29 sierpnia</b>						
POL: Inflacja CPI (sie., wst.)	10:00	% r/r	3,1	2,9	2,9	2,8
GER: Inflacja CPI (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,0	2,1	--	2,2
USA: Dochody Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,4	--	0,4
USA: Wydatki Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,5	--	0,5
USA: Deflator PCE (lip.)	14:30	% r/r	2,6	2,6	--	2,6
USA: Inflacja bazowa PCE (lip.)	14:30	% r/r	2,8	2,9	--	2,9
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-84,9	-89,7	--	-103,6
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	61,7	58,6	--	58,2
<b>Poniedziałek, 1 września</b>						
CHN: PMI w przetwórstwie (sie.)	3:45	pkt.	49,5	49,8	--	50,5
POL: PMI w przetwórstwie (sie.)	9:00	pkt.	45,9	46,9	46,8	--
POL: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	3,2	3,4	3,4	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	10:00	pkt.	49,8	50,5	--	--
<b>Wtorek, 2 września</b>						
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	0,0	0,1	--	--
EUR: Inflacja HICP (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,0	2,0	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,3	2,2	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (sie.)	16:00	pkt.	48,0	49,0	--	--
<b>Środa, 3 września</b>						
EUR: PMI w usługach (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,0	50,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (lip.)	11:00	% r/r	0,6	-0,1	--	--
USA: Raport JOLTS (lip.)	16:00	mln	7,437	7,373	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lip.)	16:00	% m/m	-4,8	-1,4	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., rew.)	16:00	% m/m	-4,8	-2,8	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP (.)	--	%	5,00	4,75	4,75	--
<b>Czwartek, 4 września</b>						
CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:00	% r/r	2,7	2,5	2,6	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)	11:00	% r/r	3,1	2,4	--	--
USA: Raport ADP (sie.)	14:15	tys	104	80	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	229	230	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-60,2	-62,6	--	--
<b>Piątek, 5 września</b>						
GER: Zamówienia fabryczne (lip.)	8:00	% m/m	-1,0	0,5	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	0,8	-0,5	--	--
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	73	75	75	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,9	3,7	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,2	4,3	--	--

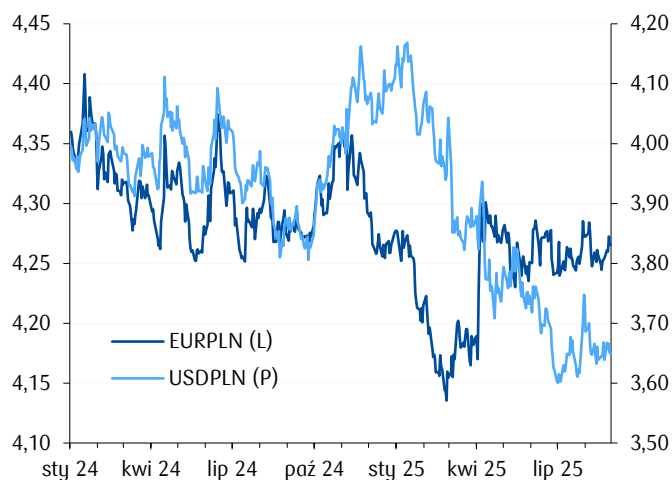
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

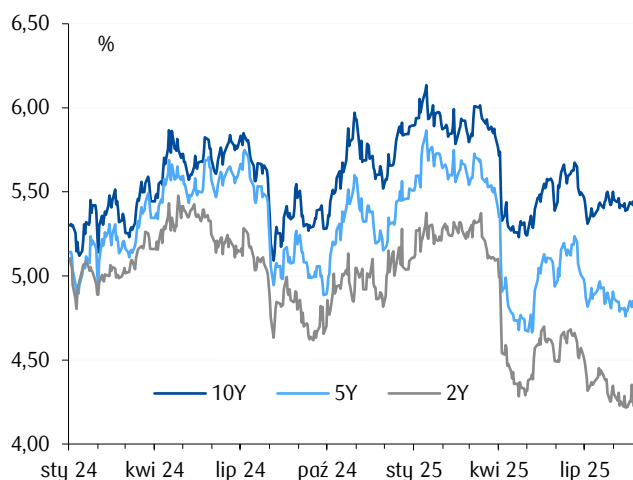
		Wartość 2025-08-29	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2652	-0,1	0,3	-0,2	-0,2	-10,2
	USDPLN	3,6439	-0,4	0,4	-1,4	-5,6	-23,1
	CHFPLN	4,5603	0,0	0,7	-0,5	0,2	-7,4
	GBPPLN	4,9271	-0,1	0,1	0,7	-3,2	-11,8
	EURUSD	1,1705	0,3	-0,1	1,3	5,7	16,9
	EURCHF	0,9353	-0,1	-0,4	0,4	-0,4	-3,1
	GBPUSD	1,3511	0,0	-0,1	1,9	2,8	14,6
	USDJPY	146,83	-0,1	0,0	-0,9	0,8	7,0
	EURCZK	24,45	-0,4	-0,3	-0,5	-2,3	-0,7
	EURHUF	396,85	0,0	0,6	-0,3	1,1	-3,9
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,35	1	13	5	-45	-296
	PL5Y	4,93	2	12	7	-25	-176
	PL10Y	5,56	1	14	10	9	-71
	DE2Y	1,95	1	0	4	-44	98
	DE5Y	2,26	1	-2	0	8	110
	DE10Y	2,72	3	1	5	43	133
	US2Y	3,69	6	0	0	-23	30
	US5Y	4,22	53	46	47	51	103
	US10Y	4,23	2	-3	1	31	119
<b>Akcje</b>	WIG	104 775,4	-1,2	-2,7	-0,9	23,5	100,4
	WIG20	2 793,8	-1,2	-3,0	-3,2	15,8	74,3
	S&P500	6 460,3	-0,6	-0,1	3,6	14,4	59,2
	NASDAQ100	23 415,4	-1,2	-0,4	2,9	19,6	85,8
	Shanghai Composite**	3 869,6	0,3	1,1	8,7	36,1	19,6
	Nikkei**	42 053,3	-1,6	-1,4	3,1	8,8	46,8
	DAX	23 902,2	-0,6	-1,9	2,0	26,4	84,3
	VIX	17,15	3,0	0,9	-18,8	11,3	-34,5
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	68,1	-0,7	0,6	-2,2	-13,6	-32,5
	Ropa WTI	64,4	-0,9	0,4	-5,9	-13,6	-31,2
	Złoto	3441,4	0,9	1,9	2,8	37,4	98,2

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

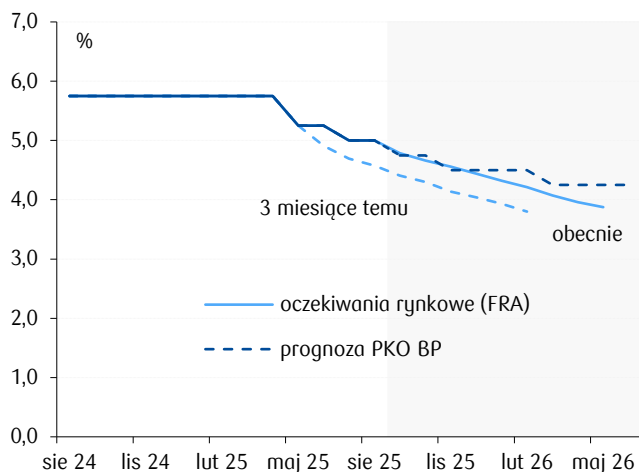
## Notowania złotego wobec głównych walut



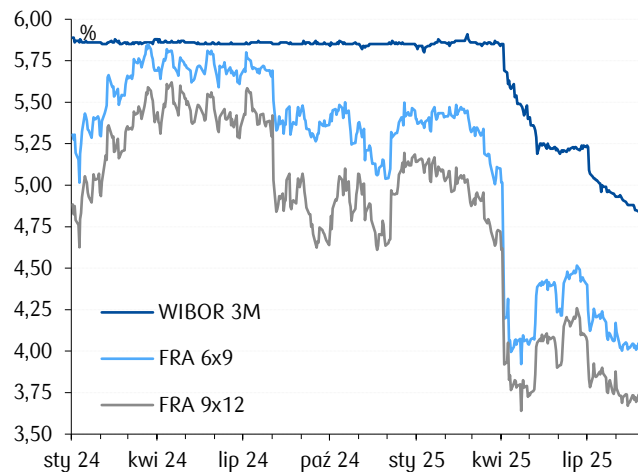
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



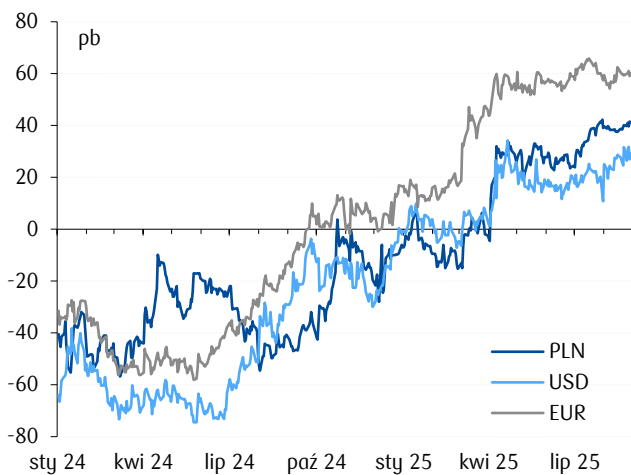
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



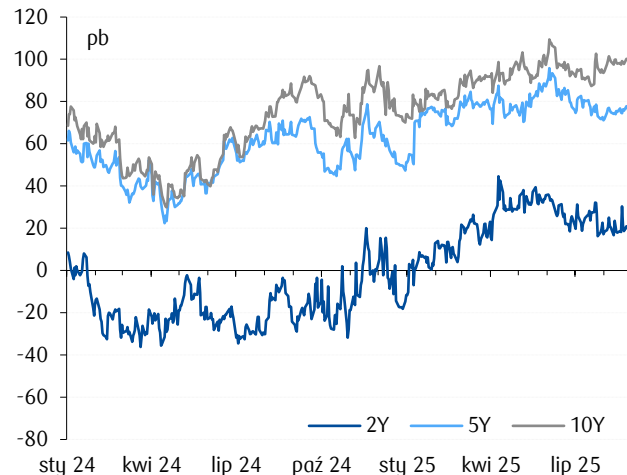
### Krótkoterminowe stopy procentowe



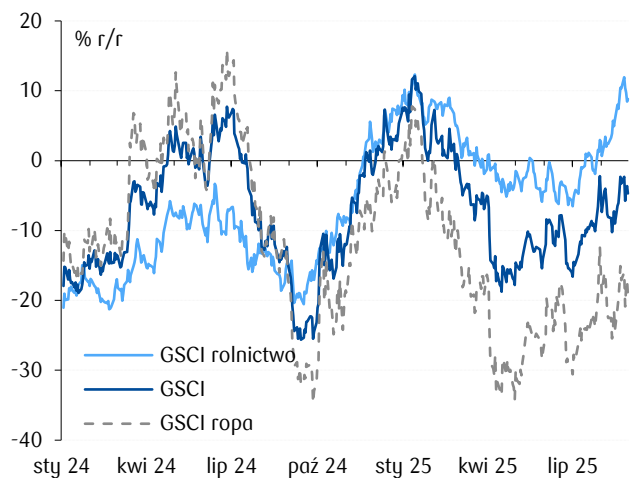
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



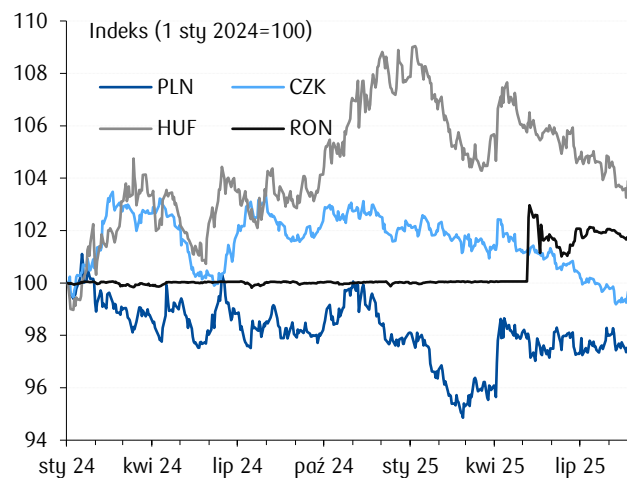
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

