

Inflacji cła niestraszne

DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczoraj zaskakujący spadek inflacji PPI w USA wzmocnił oczekiwania rynków na szybsze obniżki stóp procentowych Fed, co natychmiast przełożyło się na wzrost notowań akcji oraz spadek rentowności amerykańskich obligacji. Dolar był stabilny względem euro. Na krajowej giełdzie handel rozpoczął się od gwałtownych spadków wywołanych wtargnięciem rosyjskich dronów na terytorium Polski, jednak w ciągu dnia większość strat została odrobiona i WIG20 zakończył sesję spadkiem o 0,8%. Wydarzenia te były negatywne dla złota, który osłabił się względem euro do 4,26, a wobec dolara do 3,63. Rentowności krajowych obligacji lekko wzrosły.
- Dziś w centrum uwagi znajdzie się posiedzenie EBC, podczas którego oczekiwane jest utrzymanie stóp procentowych bez zmian, w tym stopy depozytowej na poziomie 2,00%. Takie rozstrzygnięcie zostało już wcześniej dosadnie zaszyfrowane przez przedstawicieli EBC. Poza decyzją o stopach, poznamy zaktualizowane prognozy makroekonomiczne. Nie spodziewamy się w nich istotnych zmian - napływające pozytywne dane z gospodarki, takie jak wzrost indeksów PMI czy spadek bezrobocia, powinny równoważyć ryzyka płynące ze strony amerykańskiej polityki celnej. Jednocześnie niepewność odnośnie do cel jest obecnie nieco mniejsza niż przed poprzednią rundą progностyczną (czerwiec). Ustalony poziom cel nałożonych przez USA na UE znajduje się pomiędzy scenariuszem bazowym i szokowym z poprzedniej projekcji.
- Uwagę przyciągnie również publikacja sierpniowej inflacji CPI z USA, wobec której prognozujemy wzrost do 2,9% r/r z 2,7% r/r w lipcu. Raport inflacyjny może ujawnić rosnący wpływ cel na finalne ceny towarów. Jednocześnie spodziewamy się dalszego stopniowego hamowania dynamiki czynszów i opłat za mieszkanie oraz cen energii. Inflacja bazowa najprawdopodobniej pozostanie bez zmian, na poziomie 3,1% r/r. Oczekiwany wzrost inflacji CPI nie powinien powstrzymać Rezerwy Federalnej przed obniżką stóp procentowych na posiedzeniu w przyszłym tygodniu. W FOMC dominują obawy o kondycję rynku pracy, nasilone rozczarującym raportem NFP za sierpień.
- Z naszego regionu poznamy sierpniową inflację CPI z Rumunii, która wg prognoz wzrosła do okolic 9,5% r/r, względem 7,8% r/r poprzednio. Wzrost

Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO_Research

www.centrumanaliz.pkobp.pl

Notowania rynkowe:

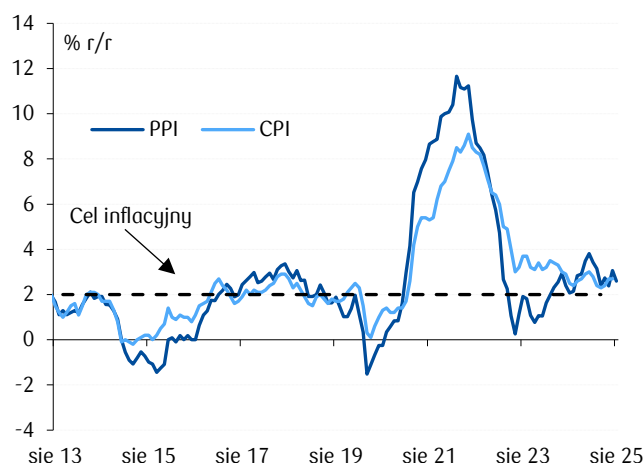
	Wartość 2025-09-10	(%, pb)* Δ 1D
Waluty:		
EURPLN	4,2613	0,2
USDPLN	3,6336	0,3
CHFPLN	4,5576	0,0
GBPPLN	4,9320	0,5
EURUSD	1,1728	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,29	1
PL5Y	4,89	2
PL10Y	5,50	4
DE10Y	2,65	-1
US10Y	4,04	-4
Indeksy akcyjne:		
WIG	105 682,9	-0,9
DAX	23 633,0	-0,4
S&P500	6 532,0	0,3
Nikkei**	44 175,2	0,8
Shanghai Comp.**	3 855,1	1,1
Surowce:		
Złoto	3648,00	0,3
Ropa Brent	67,49	1,7

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.

Struktura powierzchni użytkowej nowych budynków niemieskalnych w 1h25*



Procesy inflacyjne w USA



Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.* Na których budowę wydano pozwolenie w 1h25.

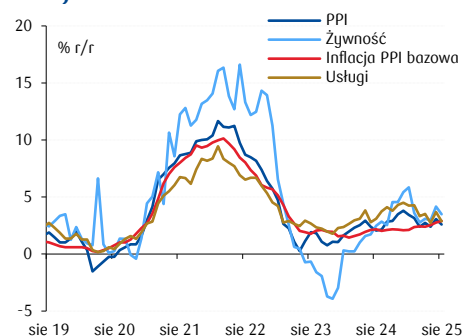
inflacji wynika ze zmian regulacyjnych - w lipcu inflacja wzrosła za sprawą podwyżki taryfy energetycznej, natomiast od sierpnia podstawowa stawka VAT została podniesiona z 19% do 21%. Działania administracyjne mają na celu poprawę stanu finansów publicznych, jednak skutkują również wzrostem inflacji. Prognoza inflacji za sierpień jest obciążona wysoką niepewnością, wynikającą z trudności w oszacowaniu wpływu wyższych stawek podatkowych na ceny.

- **W Turcji spodziewana jest dzisiaj kolejna obniżka stóp procentowych (z 43% do 41%).** Na taki wynik posiedzenia banku centralnego wskazują m.in. ubiegłotygodniowe wypowiedzi Prezesa, który ocenił, że wyższa od prognoz inflacja i solidne dane ze sfery realnej pozostają spójne z dalszą dezinflacją.
- **W kraju uwagę przyciągnie także ogłoszenie przez Rzecznika Generalnego TSUE jego opinii w kwestii podważania umów kredytowych opartych o Wibor.**

PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

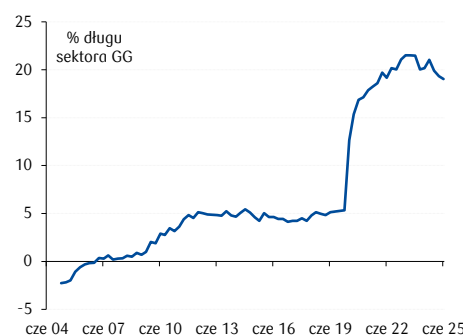
- **USA:** Ceny producentkie (PPI) w sierpniu spadły o 0,1% m/m po silnym wzroście w lipcu, co wskazuje na wyraźne osłabienie presji cenowej na poziomie producentów. Sierpniowy odczyt uplasował się znacznie poniżej oczekiwań (kons.: +0,3% m/m). W ujęciu r/r indeks PPI wzrósł o 2,6%. Po wyłączeniu żywności, energii i usług handlowych ceny wzrosły o 0,3% m/m, co pokazuje, że bazowa presja inflacyjna pozostaje podwyższona. Spadek poziomu cen ogółem wynikał głównie z niższych cen usług, zwłaszcza ograniczonych marż w handlu hurtowym, oraz tańszych surowców energetycznych, przy jednoczesnym wzroście cen niektórych dóbr, m.in. tytoniu i mięsa. Dane sugerują, że presja kosztowa w gospodarce zaczyna słabnąć, ale jej struktura pozostaje zróżnicowana, co dla Fed oznacza przestrzeń do ostrożnych obniżek stóp, przy jednoczesnej czujności wobec utrzymującej się podwyższonej inflacji bazowej.
- **POL:** Rosyjskie drony, które w nocy z wtorku na środę wtargnęły w polską przestrzeń powietrzną, zostały zestrzelone przez polskie i sojusznicze lotnictwo. Doszło do co najmniej 19 naruszeń, w tym 3 maszyny zostały zneutralizowane. Neutralizacji podlegają wyłącznie obiekty stanowiące realne zagrożenie, pozostałe są monitorowane i w przypadku prognozowanego upadku w terenie niezabudowanym pozostawia się je bez ingerencji. Operacja zakończyła się bez ofiar, choć odnotowano drobne szkody materialne. Zamknięte czasowo lotniska wczoraj wznowiły pracę, infrastruktura krytyczna działała bez zakłóceń. Rząd zwołał nadzwyczajne posiedzenia, a premier D.Tusk złożył formalny wniosek o uruchomienie art. 4 NATO, który został przyjęty - odbyła się konsultacja państw Sojuszu. Prezydent K.Nawrocki na dziś zapowiedział zwołanie Rady Bezpieczeństwa Narodowego. Wydarzenia spotkały się z jednoznacznym potępieniem UE, USA i sojuszników NATO, określających incydent jako bezprecedensową prowokację Rosji i test dla systemów obrony Sojuszu. Dowództwo Operacyjne przekazało w środę przed południem, że sytuacja została ustabilizowana, a zagrożenie wróciło do normy. Wojsko utrzymuje podwyższoną gotowość i monitoruje rozwój wydarzeń w Ukrainie.
- **POL:** Dług publiczny (sektora GG) na koniec 2q25 wyniósł 2,185 bn PLN, czyli 58,2% PKB. Wynik jest zgodny z prognozami, wg Ministerstwa Finansów na koniec 2025 dług ma sięgnąć 60,4% PKB. 19% długu publicznego stanowi zadłużenie funduszy celowych (np. FWSZ), co oznacza, że stopniowo redukowana jest część długu nie podlegająca kontroli parlamentu. Dla porównania, na koniec 2023 udział ten wynosił 21,5%. Państwowy dług publiczny (uwzględniany w progu konstytucyjnym) wyniósł 47,1% PKB.
- **POL:** W 1h25 oddano do użytkowania 92,2 tys. mieszkań, co oznacza spadek o 3,5% r/r. W budownictwie indywidualnym oddano 40,8 tys.

Inflacja PPI w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Różnica pomiędzy długiem sektora GG a PDP

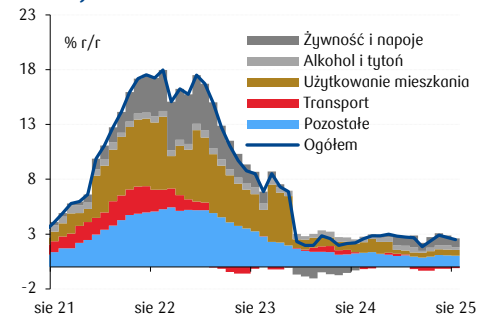


Źródło: Ministerstwo Finansów, PKO Bank Polski.

mieszkań (spadek o 4,9% r/r), a w budownictwie przeznaczonym na sprzedaż lub wynajem - 50,8 tys. (spadek o 2,9% r/r). Rozpoczęto budowę 121,4 tys. mieszkań, co stanowi spadek o 15,8% r/r. Na koniec czerwca w budowie znajdowało się 853,2 tys. mieszkań, czyli więcej o 3,1% r/r. **W sektorze przemysłowym oddano do użytkowania 403 nowe budynki przemysłowe (0% r/r) oraz rozbudowano 134 budynki przemysłowe (wzrost o 15,5% r/r).** Powierzchnia użytkowa nowych budynków wyniosła 1,3 mln m² (wzrost o 7,3% r/r), a rozbudowanych - 212,5 tys. m² (wzrost o 65,3% r/r). Dane te potwierdzają trudności w segmencie mieszkaniowym (spadek popytu, wysokie stopy procentowe), jednak **wzrosty w budownictwie przemysłowym dają nadzieję na ożywienie produkcji przemysłowej w 2h25.**

- **CZE:** Inflacja CPI w sierpniu spadła do 2,5% r/r z 2,7% r/r w lipcu i była zgodna ze wstępnym odczytem. Głównym czynnikiem napędzającym spadek inflacji była **redukcja dynamiki cen alkoholu i tytoniu** do 2,7% r/r z 4,4% r/r wcześniej. **Obniżyła się również inflacja żywnościowa, do 4,7% r/r z 5,2% r/r w poprzednim miesiącu.** Rosnące ceny żywności oraz koszty utrzymania mieszkania stanowią główne źródła inflacji CPI. **W cenach transportu nadal obserwujemy deflację** na poziomie 1,1% r/r, choć jej skala zmniejszyła się o 0,6 pp m/m. Prognozujemy, że do końca roku inflacja pozostanie na zbliżonym poziomie, co **nie tworzy przestrzeni dla CNB do obniżek stóp procentowych.**
- **POL:** Wzrost akcyzy na alkohol, podatku od wygranych i wyższa opłata cukrowa mają dodać do budżetu państwa 2,97 mld PLN w 2026 i 3,93 mld PLN w 2027 – tak wynika z szacunków zamieszczonych w OSR. Ministerstwo Finansów planuje podwyżkę akcyzy na alkohol o 15% w 2026 i 10% w 2027, wzrost podatku od wygranych z 10% do 15% oraz aktualizację opłaty cukrowej i za kofeinę/taurynę. Przedstawiciele Kancelarii Prezydenta wcześniej sugerowali, iż może on zawetować wzrost stawek akcyzy i opłaty cukrowej, ponieważ uderzają one w gospodarstwa domowe.

Inflacja CPI w Czechach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 5 września						
GER: Zamówienia fabryczne (lip.)	8:00	% m/m	-0,2	0,5	--	-2,9
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	1,7	-0,5	--	-3,4
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,3	0,3	--	0,3
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	1,5	1,4	--	1,5
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	73	75	75	22
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,9	3,7	--	3,7
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,2	4,3	--	4,3
Poniedziałek, 8 września						
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% m/m	-0,1	1,0	--	1,3
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-1,8	-0,3	--	1,5
GER: Eksport (lip.)	8:00	% m/m	0,8	0,0	--	-0,6
GER: Import (lip.)	8:00	% m/m	4,2	-1,0	--	-0,1
CZE: Produkcja przemysłowa (lip.)	9:00	% r/r	0,2	1,5	--	1,8
CZE: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	4,4	4,5	--	4,5
EUR: Indeks Sentix (wrz.)	10:30	pkt.	-3,7	-2,0	--	-9,2
Wtorek, 9 września						
ROM: Saldo handlowe (lip.)	8:00	mld EUR	-2,3736	--	--	-2,6
HUN: Inflacja CPI (sie.)	8:30	% r/r	4,3	4,3	4,6	4,3
Środa, 10 września						
CHN: Inflacja PPI (sie.)	3:30	% r/r	-3,6	-2,9	--	-2,9
CHN: Inflacja CPI (sie.)	3:30	% r/r	0,0	-0,2	--	-0,4
CZE: Inflacja CPI (sie., rew.)	9:00	% r/r	2,7	2,5	2,5	2,5
USA: Inflacja PPI (sie.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	2,6
Czwartek, 11 września						
ROM: Inflacja CPI (sie.)	8:00	% r/r	7,84	9,50	9,5	--
EUR: Stopa depozytowa EBC (.)	14:15	%	2,00	2,00	2,00	--
EUR: Stopa refinansowa EBC (.)	14:15	%	2,15	2,15	2,15	--
USA: Inflacja CPI (sie.)	14:30	% r/r	2,7	2,9	2,9	--
USA: Inflacja bazowa (sie.)	14:30	% r/r	3,1	3,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	237	234	--	--
Piątek, 12 września						
ROM: Wynagrodzenie (lip.)	8:00	% r/r	7,0	--	--	--
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,0	2,2	--	--
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	8:00	% r/r	1,8	2,1	--	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	10:00	mld CZK	-68,79	-13,00	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	14:00	mld EUR	651	-352	-530	--
POL: Eksport (lip.)	14:00	% r/r	1,9	2,6	2,8	--
POL: Import (lip.)	14:00	% r/r	-0,2	0,6	1,1	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	58,2	59,3	--	--
ROM: Rachunek bieżący od początku roku (lip.)	--	mld RON	-13,897	--	--	--

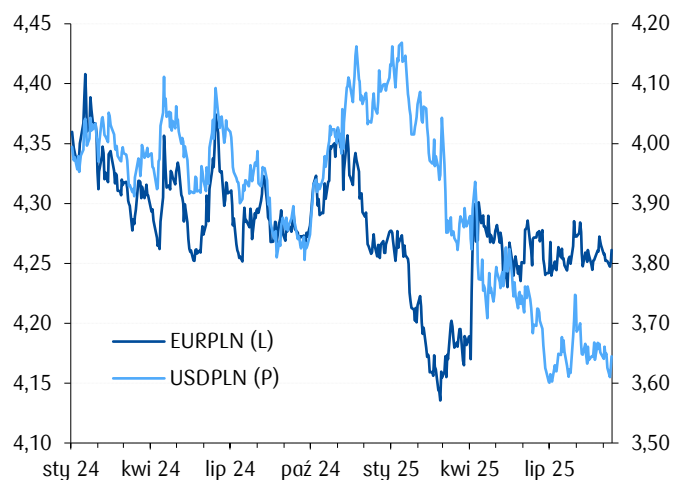
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

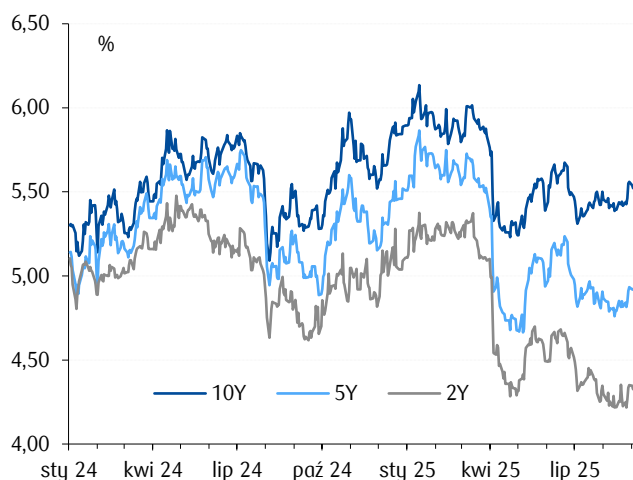
		Wartość 2025-09-10	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
Waluty	EURPLN	4,2613	0,2	0,2	0,2	-0,8	-9,8
	USDPLN	3,6336	0,3	-0,3	0,2	-6,8	-23,5
	CHFPLN	4,5576	0,0	0,5	1,0	-0,8	-5,7
	GBPPLN	4,9320	0,5	0,6	0,0	-2,9	-9,1
	EURUSD	1,1728	0,0	0,5	0,1	6,5	17,9
	EURCHF	0,9350	0,2	-0,2	-0,8	0,1	-4,3
	GBPUSD	1,3551	0,1	0,9	-0,2	4,1	18,2
	USDJPY	147,42	0,2	-0,5	0,2	4,2	2,0
	EURCZK	24,41	0,3	-0,1	-0,2	-2,7	-0,8
Obligacje	EURHUF	392,88	-0,1	-0,2	-0,6	-0,9	-1,1
	PL2Y	4,29	1	-5	8	-35	-245
	PL5Y	4,89	2	-4	13	-10	-168
	PL10Y	5,50	4	-3	12	24	-61
	DE2Y	1,96	1	-1	2	-18	87
	DE5Y	2,23	0	-5	-3	27	86
	DE10Y	2,65	-1	-9	-3	56	108
	US2Y	3,54	-1	-8	-14	-11	9
	US5Y	3,59	-2	-11	-18	14	23
Akcje	US10Y	4,04	-4	-18	-19	39	78
	WIG	105 682,9	-0,9	1,2	-4,6	32,3	116,2
	WIG20	2 811,5	-0,9	0,9	-6,2	24,3	91,3
	S&P500	6 532,0	0,3	1,3	1,0	17,6	64,1
	NASDAQ100	23 849,3	0,0	1,9	0,0	24,0	94,5
	Shanghai Composite**	3 855,1	1,1	1,1	4,7	41,6	18,8
	Nikkei**	44 173,6	0,8	5,3	2,1	24,0	61,0
	DAX	23 633,0	-0,4	0,2	-2,3	28,9	83,0
Surowce	VIX	18,39	-0,3	-5,3	-0,6	-1,2	-29,4
	Ropa Brent	67,5	1,7	-0,2	2,8	-4,4	-23,3
	Ropa WTI	64,0	1,7	-0,5	0,5	-6,2	-22,4
	Złoto	3648,0	0,3	2,4	8,6	45,1	113,0

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

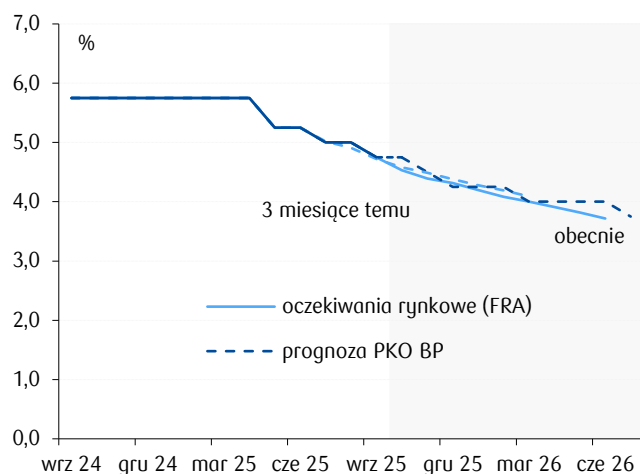
Notowania złotego wobec głównych walut



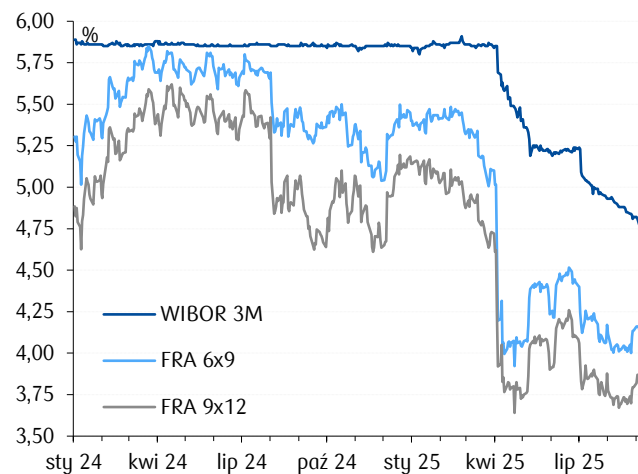
Rentowności polskich obligacji skarbowych



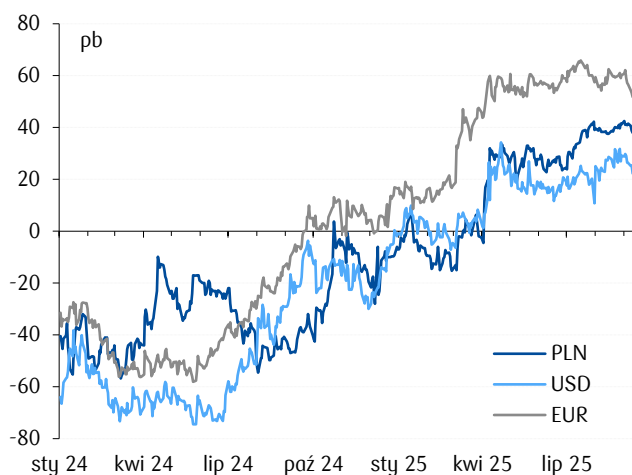
Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



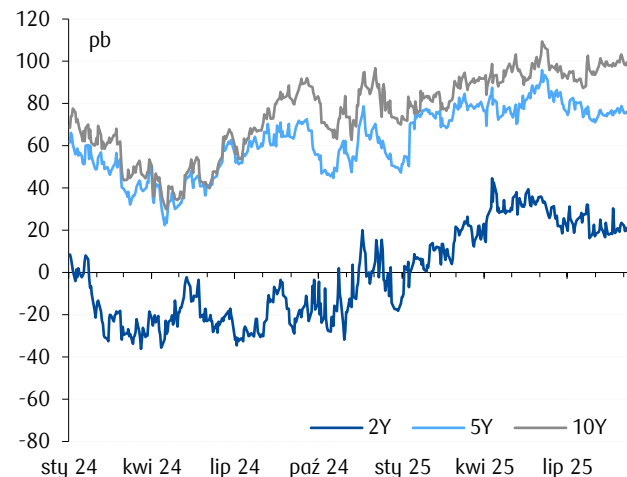
Krótkoterminowe stopy procentowe



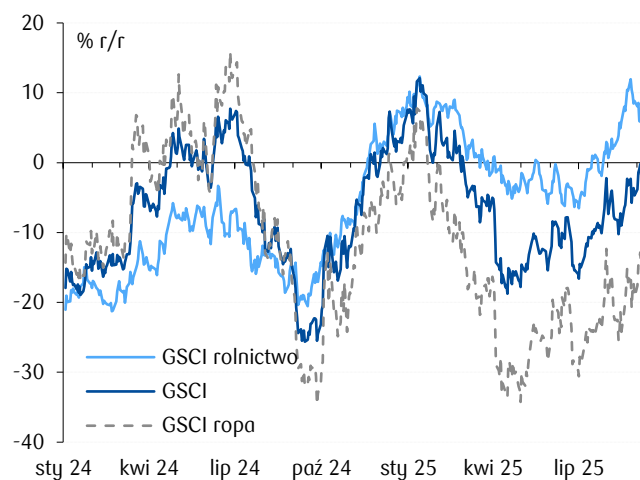
Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)*



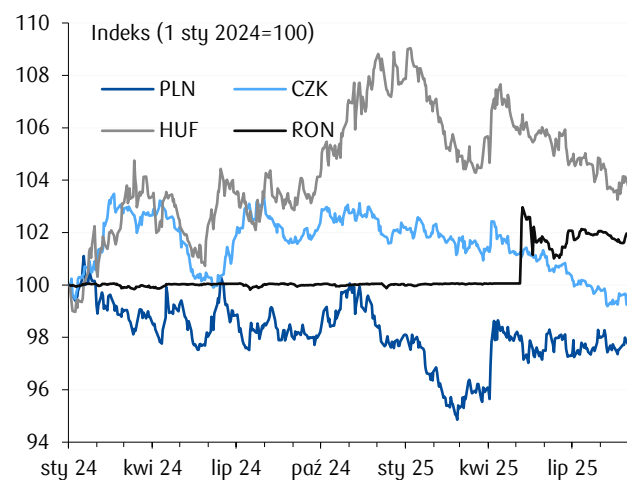
Spread asset swap dla PLN



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
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): Marta Petka-Zagajewska

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, usługi 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.