

## Inflacja po europejsku i amerykańsku

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Wczorajsze dane z USA o inflacji CPI, która wzrosła zgodnie z oczekiwaniami, oraz pierwsze oznaki, że wrzesień będzie kolejnym miesiącem pogorszenia sytuacji na amerykańskim rynku pracy spowodowały, że inwestorzy w pełni wycenili już trzy obniżki stóp Fed do końca bieżącego roku. To sprzyjało kontynuacji wzrostów na amerykańskim rynku akcji oraz spadkowi rentowności obligacji. Oczekiwania na obniżki stóp w USA zestawione z jastrzębio odebraną retoryką EBC skutkowały wzrostem kursu EURUSD. Dobre nastroje panowały na europejskich parkietach, w tym WIG20 wzrósł o 1,6% i z nadwyżką odrobił straty ze środy. Złoty umocnił się – w stosunku do dolara, w kierunku 3,62, a euro do 4,255. Rentowności krajowych obligacji spadły na całej długości krzywej.
- W centrum uwagi w kraju będą dziś dane o bilansie płatniczym za lipiec.** Zakładamy, że po zaskakującej nadwyżce bieżącej w czerwcu, tym razem ponownie **zobaczymy deficyt** (-530 mln EUR). Dynamika eksportu (2,8% r/r) kolejny raz z rzędu powinna być wyższa od dynamiki importu (1,1% r/r). Nasze prognozy są zbliżone do konsensusu.
- Globalnie ważną publikacją będzie koniunktura konsumentka w USA wg Uniwersytetu Michigan za wrzesień.** Prognozy wskazują na niewielką poprawę względem sierpnia, jednakże poziomy te pozostaną na historycznie niskich wartościach. Z perspektywy przyszłych decyzji Fed istotne będą **oczekiwania inflacyjne**, które w sierpniu znacząco odbiegały od celu i wszystko wskazuje, że nie zmieni się to jeszcze przez jakiś czas.
- Wśród drugorzędnych publikacji z Europy warto zwrócić uwagę na rewizję **inflacji w Niemczech**, która według wstępnych danych w sierpniu wzrosła do 2,2% r/r z 2,0% r/r w poprzednim miesiącu. Ponadto, poznamy saldo rachunków obrotów bieżących w Czechach i Rumunii za lipiec.

### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- EUR: EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian** (depozytowa: 2,00%, refinansowa: 2,15%), a decyzja zapadła jednogłośnie. Wraz z nią **przedstawiono nową projekcję**, która zakłada inflację na poziomie 2,1% w 2025, 1,7% w 2026 i 1,9% w 2027, przy inflacji bazowej wynoszącej 2,4%

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

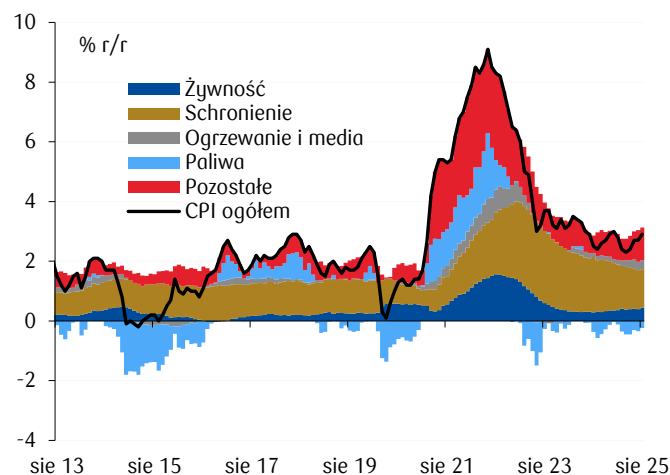
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

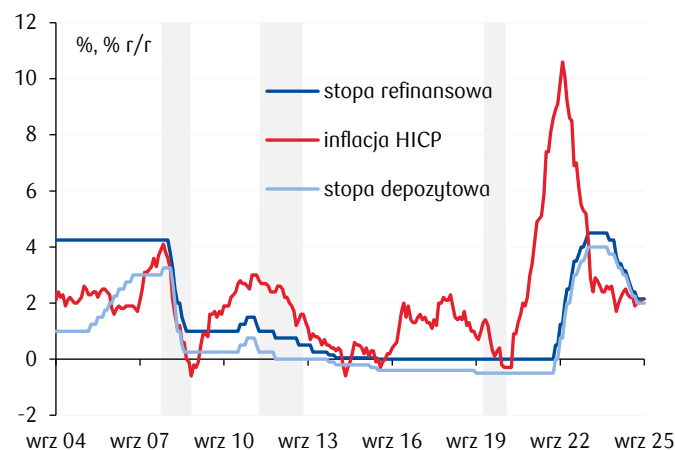
	Wartość 2025-09-11	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2555	-0,1
USDPLN	3,6285	-0,1
CHFPLN	4,5587	0,0
GBPPLN	4,9224	-0,2
EURUSD	1,1728	0,0
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,26	-3
PL5Y	4,87	-2
PL10Y	5,47	-3
DE10Y	2,65	0
US10Y	4,02	-2
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	107 084,9	1,3
DAX	23 703,7	0,3
S&P500	6 587,5	0,8
Nikkej**	44 807,4	1,0
Shanghai Comp.**	3 884,7	0,2
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3631,57	-0,5
Ropa Brent	66,37	-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.

### Inflacja CPI w USA



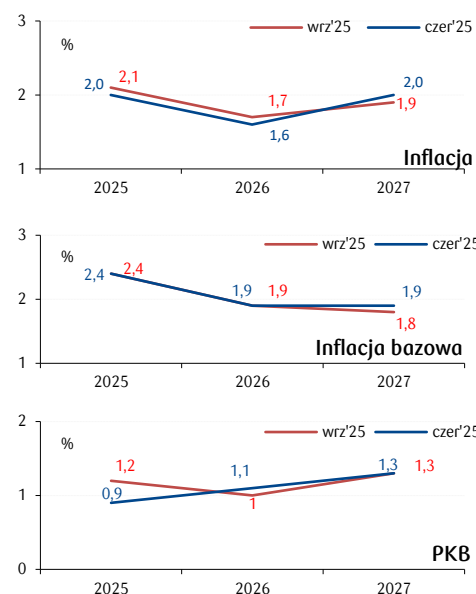
### Stopy procentowe w strefie euro na tle inflacji HICP



w 2025 i pozostającej poniżej celu w kolejnych latach. Największa rewizja dotyczy prognoz wzrostu PKB na 2025, który został podniesiony do 1,2% z wcześniejszych 0,9%. **Ch.Lagarde (prezes EBC), oceniła, że proces dezinflacji w strefie euro dobiegł końca, a gospodarka pozostaje odporna, wspierana przez korzystną sytuację na rynku pracy. Ryzyka dla wzrostu gospodarczego są obecnie bardziej zbilansowane, co częściowo wynika z osiągnięcia porozumienia handlowego między UE i USA. Według nas wydzwięk przedstawionej projekcji oraz konferencji prasowej nie wyklucza możliwości kolejnej obniżki stóp procentowych do końca roku, chociaż po posiedzeniu wiara inwestorów w powrót do obniżek spadła, a bazowym wycenionym scenariuszem jest obecnie stabilizacja stopy depozytowej na poziomie 2%. Więcej w Makro Flashu: [Projekcja dla sów](#).**

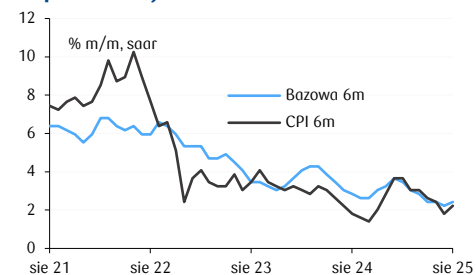
- **USA:** Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 2,9% r/r z 2,7% r/r w lipcu i była zgodna z oczekiwaniami. W ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,4% wobec 0,2% w poprzednim miesiącu (silniej niż oczekiwano). **Inflacja bazowa pozostała stabilna, na poziomie 3,1% r/r i 0,3% m/m.** Struktura danych wskazuje na **szerokie podbicie cen dóbr i usług, przy jednoczesnym zmniejszeniu deflacji paliw.** Największy wkład w inflację nadal pochodzi z kosztów związanych z utrzymaniem mieszkania. **Impet inflacji (m/m, średnia ruchoma 6m), zarówno w ujęciu headline, jak i bazowym, odbił się w górę od lokalnego minimum osiągniętego w lipcu. To może sugerować, że proinflacyjny efekt ceł zaczyna się materializować, co jest zgodne z wcześniejszymi zapowiedziami członków Fed, którzy sygnalizowali takie ryzyko na jesień. Dane mogą w pewnym stopniu studzić oczekiwania co do szybkich obniżek stóp procentowych przez Rezerwę Federalną, choć jednocześnie nie stanowią dla nich ostatecznej przeszkody.** W obliczu obaw Fed dotyczących sytuacji na rynku pracy redukcja stóp na najbliższym posiedzeniu we wrześniu wydaje się nam przesądzona. Rynek wycenia ponadto dwie kolejne obniżki do końca roku, które też są zgodne z naszymi prognozami.
- **TUR:** Bank centralny obniżył stopy procentowe o 250 pb, w tym główną stopę **one-week repo** z 43% do 40,5%. Decyzja była bardziej agresywna niż zakładał konsensus, który prognozował redukcję o 200 pb. Pomimo utrzymującej się wysokiej inflacji CPI, w sierpniu na poziomie 33% r/r, oraz solidnego wzrostu PKB w 2q25 (1,6% r/r), Rada zdecydowała się na obniżkę stóp, argumentując to słabnącą krajową konsumpcją i spowolnieniem trendu inflacyjnego. W komunikacie podkreślono, że kanały popytowy, kursu walutowego oraz obniżające się oczekiwania inflacyjne stanowią argumenty przemawiające za łagodzeniem polityki monetarnej. Oczekujemy, że bank będzie kontynuował cykl obniżek stóp procentowych. Do końca 2025 główna stopa może spaść do okolic 36%.
- **USA:** Liczba osób ubiegających się po raz pierwszy o zasiłek dla bezrobotnych w ubiegłym tygodniu wzrosła do 263 tys. wobec 236 tys. tydzień wcześniej i konsensusu na poziomie 234 tys. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku nie zmieniła się (w tygodniu, który skończył się 30 sierpnia), zaskakując pozytywnie. Dane wskazują, że problemy rynku pracy narastają - po słabych danych o zatrudnieniu za lipiec i sierpień, we wrześniu możemy obserwować kontynuację negatywnego trendu.
- **ROM:** W sierpniu inflacja wzrosła do 9,9% r/r z 7,8% r/r, przewyższając oczekiwania rynkowe, które zakładały wzrost do 9,5% r/r. Głównym czynnikiem napędzającym inflację były zmiany regulacyjne, w tym **odmrożenie cen energii w sierpniu, skutkujące ich wzrostem o 36,7% r/r.** Dodatkowo we wrześniu podstawowa stawka VAT wzrosła z 19% do 21%, co przyczyniło się do wzrostu inflacji żywności do 8,9% r/r z 7,7% r/r w lipcu oraz towarów nieżywnościowych do 10,5% r/r z 8,2% r/r. Prognozy wskazują, że inflacja CPI **pozostanie powyżej 9% r/r do końca roku, z możliwością przekroczenia prognozy 10%.** Inflacja utrzyma się blisko tego poziomu do lipca 2026, następnie spadnie, głównie ze względu na efekty bazowe. Wysoka

## Projekcje EBC



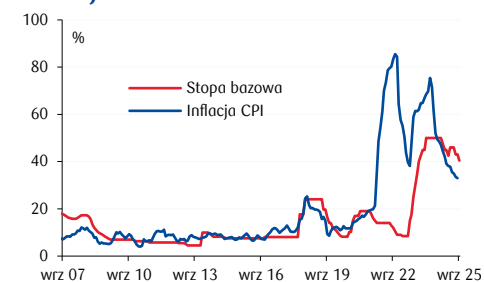
Źródło: EBC, PKO Bank Polski

## Impet inflacji w USA



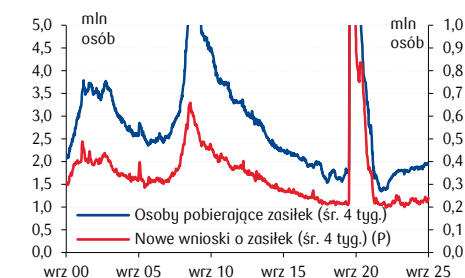
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Stopa bazowa na tle inflacji CPI w Turcji



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

## Zasiłki dla bezrobotnych w USA

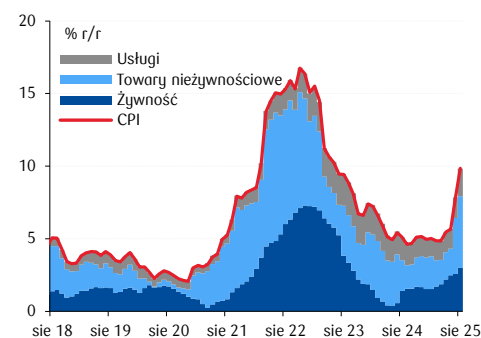


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

inflacja, znacznie odbiegająca od celu, **ogranicza możliwość obniżek stóp procentowych przez NBR**, przynajmniej do końca bieżącego roku.

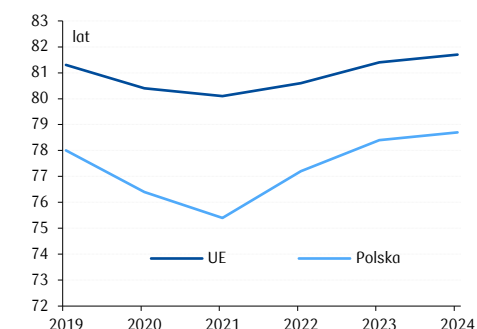
- **POL:** TSUE potwierdził prawidłowość wyznaczania WIBOR i uznał, że sądy nie mogą badać metody jego ustalania, gdyż wykracza to poza zakres dyrektywy konsumenckiej 93/13. Banki mają obowiązek informowania klientów o nazwie wskaźnika, jego administratorze oraz skutkach zmian dla oprocentowania kredytu. Trybunał stwierdził, że przepisy nie wymagają przekazywania klientom szczegółów dotyczących sposobu wyznaczania WIBOR, gdyż informacje te są publicznie dostępne w rozporządzeniu BMR oraz na stronie GPW Benchmark. Decyzja oznacza utrzymanie dotychczasowej linii orzecniczej, korzystnej dla banków.
- **POL:** **G.Masłowska** z RPP uważa, że bezpieczniej jest dokonywać obniżek stóp procentowych w mniejszej skali, dzięki temu można robić to częściej. **W bieżącym roku widzi możliwość kolejnego dostosowania stóp, choć wydaje się, że nie więcej niż jeden raz.** W ocenie członkini RPP proces dezinflacji w Polsce i na świecie się nie skończył. Choć inflacja się obniża i jest w granicach celu, to jednak nadal się czai.
- **POL:** Zarząd NBP zdecydował o zwiększeniu udziału złota w rezerwach walutowych do 30% z 22% obecnie.
- **POL:** Wstępne dane wskazują, że przewidywana średnia długość życia w Polsce w 2024 wzrosła do 78,7 lat, co oznacza wzrost o 0,3 roku w porównaniu z 2023. W całej UE średnia długość życia wynosi 81,7 lat, czyli o 3 lata więcej niż w Polsce. Warto zauważyć, że różnica ta stopniowo maleje.
- **POL:** Stopień sfinansowania potrzeb pożyczkowych brutto na 2025 wynosi ok. 91%.

### Inflacja CPI w Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

### Przewidywana średnia długość życia



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 5 września</b>						
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
<b>Poniedziałek, 8 września</b>						
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
<b>Wtorek, 9 września</b>						
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
<b>Środa, 10 września</b>						
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
<b>Czwartek, 11 września</b>						
ROM: Inflacja CPI (sie.)	8:00	% r/r	7,84	9,5	9,5	9,9
EUR: Stopa depozytowa EBC (.)	14:15	%	2,00	2,00	2,00	2,00
EUR: Stopa refinansowa EBC (.)	14:15	%	2,15	2,15	2,15	2,15
USA: Inflacja CPI (sie.)	14:30	% r/r	2,7	2,9	2,9	2,9
USA: Inflacja bazowa (sie.)	14:30	% r/r	3,1	3,1	--	3,1
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	237	236	--	263
<b>Piątek, 12 września</b>						
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	mIn 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	--	--	--

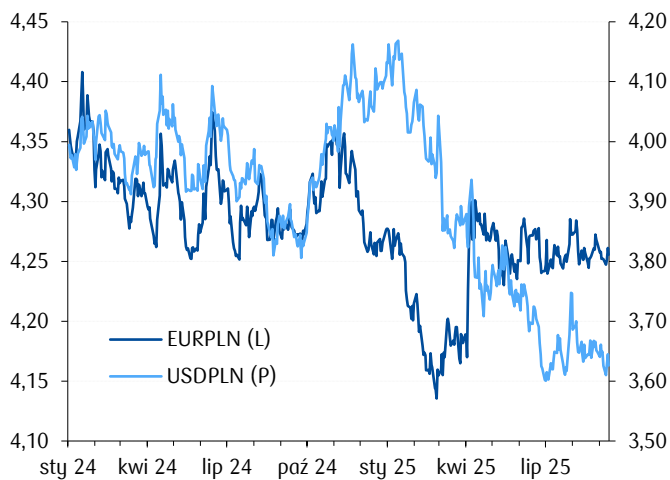
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

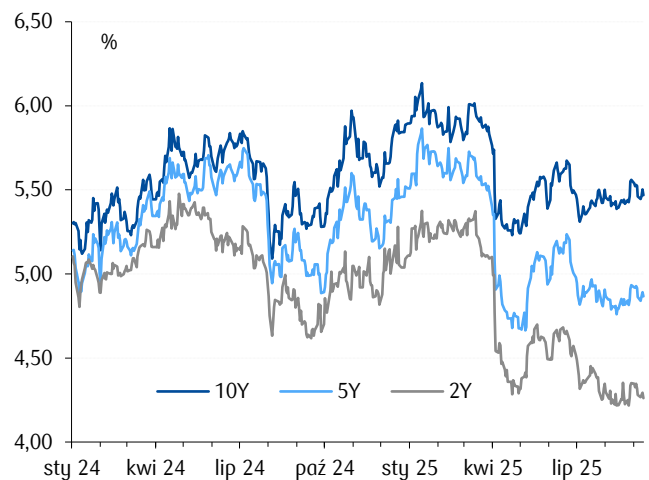
		Wartość 2025-09-11	Δ 1D	Δ 1W	Δ (% , pb)*		
					Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2555	-0,1	0,1	-0,1	-0,7	-9,5
	USDPLN	3,6285	-0,1	-0,7	-0,7	-6,5	-23,2
	CHFPLN	4,5587	0,0	0,6	0,7	0,3	-6,1
	GBPPLN	4,9224	-0,2	0,4	-0,7	-3,1	-9,1
	EURUSD	1,1728	0,0	0,8	0,6	6,2	17,8
	EURCHF	0,9335	-0,2	-0,5	-0,8	-1,0	-3,7
	GBPUSD	1,3559	0,1	1,0	0,0	3,7	18,0
	USDJPY	147,20	-0,1	-1,0	-0,2	3,3	2,2
	EURCZK	24,37	-0,2	-0,4	-0,5	-3,0	-0,6
	EURHUF	391,88	-0,3	-0,3	-0,9	-0,9	-1,1
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,26	-3	-6	4	-36	-243
	PL5Y	4,87	-2	-5	7	-14	-160
	PL10Y	5,47	-3	-5	7	17	-61
	DE2Y	1,99	3	2	4	-25	67
	DE5Y	2,25	2	-2	-3	22	69
	DE10Y	2,65	0	-7	-6	49	94
	US2Y	3,54	0	-5	-20	-12	5
	US5Y	3,59	0	-6	-23	12	19
	US10Y	4,02	-2	-15	-27	34	73
<b>Akcje</b>	WIG	107 084,9	1,3	1,0	-2,1	32,1	118,1
	WIG20	2 855,8	1,6	1,0	-3,2	24,5	93,8
	S&P500	6 587,5	0,8	1,3	1,8	17,7	64,4
	NASDAQ100	23 992,6	0,6	1,5	0,7	23,5	94,7
	Shanghai Composite**	3 884,7	0,2	3,2	6,0	43,0	20,1
	Nikkei**	44 807,8	1,0	5,2	5,1	21,7	59,7
	DAX	23 703,7	0,3	-0,3	-2,8	28,0	83,7
	VIX	18,00	-2,2	-4,5	-3,0	-2,8	-30,1
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	66,4	-1,7	-0,9	-0,7	-7,8	-25,6
	Ropa WTI	62,7	-2,0	-1,7	-3,5	-10,3	-25,4
	Złoto	3631,6	-0,5	2,4	8,8	42,4	112,8

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

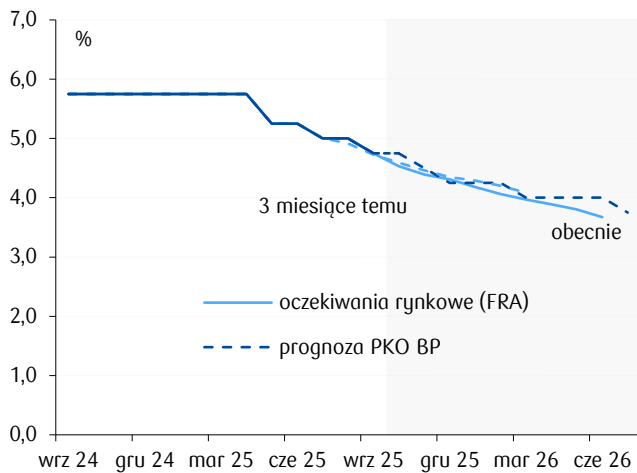
### Notowania złotego wobec głównych walut



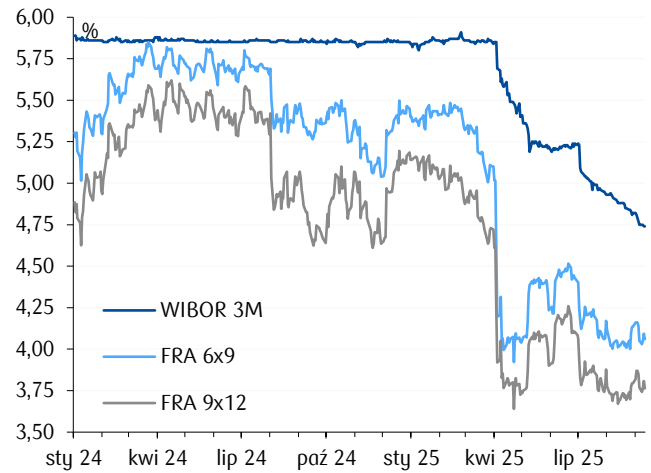
### Rentowności polskich obligacji skarbowych



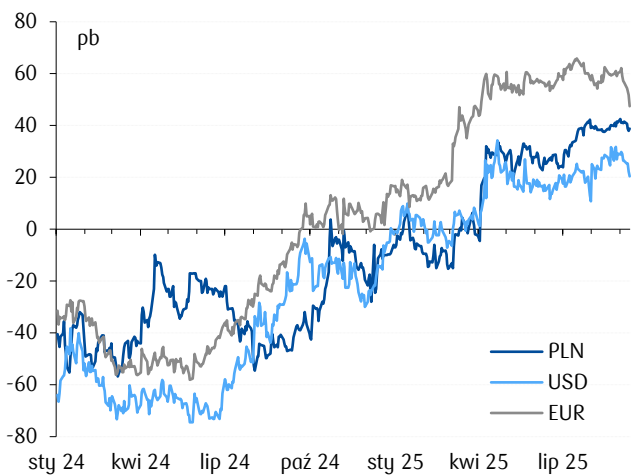
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



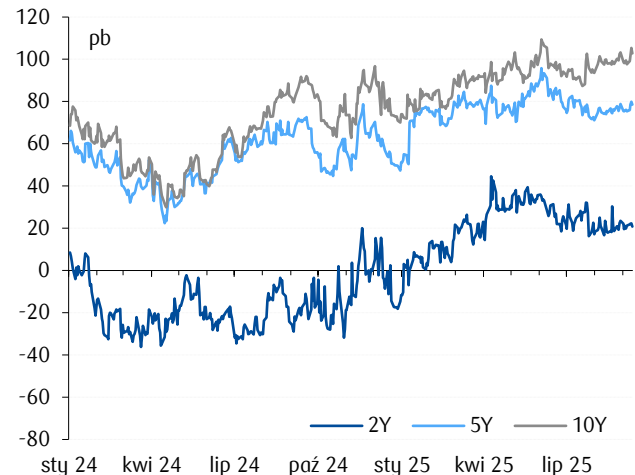
### Krótkoterminowe stopy procentowe



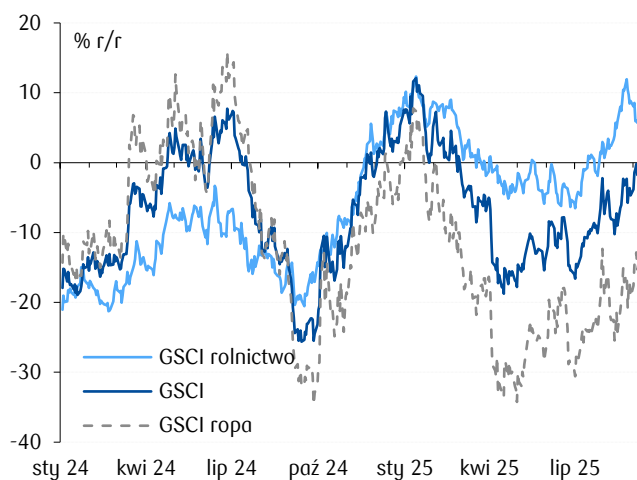
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



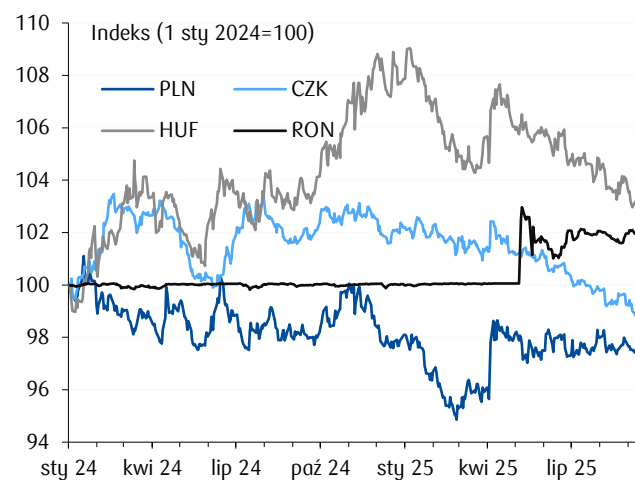
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

