

## Coraz niższa inflacja bazowa?

### DZIŚ W CENTRUM UWAGI:

- Pierwszy dzień tygodnia na rynkach akcji zarówno w USA, jak i w Europie, w tym także w Polsce, upłynął pod znakiem wzrostów napędzanych oczekiwaniami na (w pełni wycenianą przez rynek) obniżkę stóp Fed w środę i nadziejami na zapowiedź dalszych obniżek w tym roku. Szczególnie silnie wzrosły notowania Tesli (+7%), a stało się to za sprawą E.Muska, który kupił akcje warte 1 mld USD. Wzrostowi akcji sprzyjało również oświadczenie D.Trumpa, że negocjacje handlowe pomiędzy USA a Chinami przebiegają pomyślnie (m.in. osiągnięto porozumienie w kwestii TikToka). Dolar osłabił się względem euro, a kurs EURUSD sięgnął 1,176. Złoty zyskiwał względem głównych walut – EURPLN zakończył dzień poniżej 4,250, a USDPLN obniżył się w kierunku 3,615. Rentowności amerykańskich Treasuries spadły o kilka pb wzdłuż całej długości krzywej, a w ślad za nimi rentowności krajowych papierów.
- **W Polsce wszystkie oczy zwrócą się dziś w kierunku inflacji bazowej. Na bazie wczorajszych danych inflacyjnych szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii w sierpniu obniżyła się do 3,1% r/r z 3,3% r/r w lipcu.** Taki spadek oznaczałby powrót do poziomu obserwowanego po raz ostatni w styczniu 2020, a tym samym potwierdzał normalizację procesów inflacyjnych. Spodziewamy się, że do końca tego roku inflacja bazowa pozostanie w przedziale 3,1-3,3% r/r, a w kolejnym obniży się w kierunku celu inflacyjnego.
- **W strefie euro zostaną opublikowane dane o produkcji przemysłowej w lipcu** – rynkowy konsensus zakłada przyspieszenie dynamiki do 1,7% r/r z 0,2% r/r w czerwcu. **W Niemczech poznamy indeks instytutu ZEW**, mierzący oczekiwania analityków i inwestorów we wrześniu – oczekiwany jest jego spadek do 26,3 pkt. z 34,7 pkt. Warto jednak pamiętać, że indeks jest w ostatnim czasie bardzo zmienny, a w tym roku osiągał wartości pomiędzy -14,0 pkt. a +51,6 pkt.
- **W Stanach Zjednoczonych kluczowe będą dane o sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej.** W przypadku sprzedaży rynek oczekuje spowolnienia miesięcznej dynamiki, przede wszystkim za sprawą słabszej sprzedaży samochodów, przy wzroście miesięcznej dynamiki sprzedaży

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

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

 @PKO\_Research

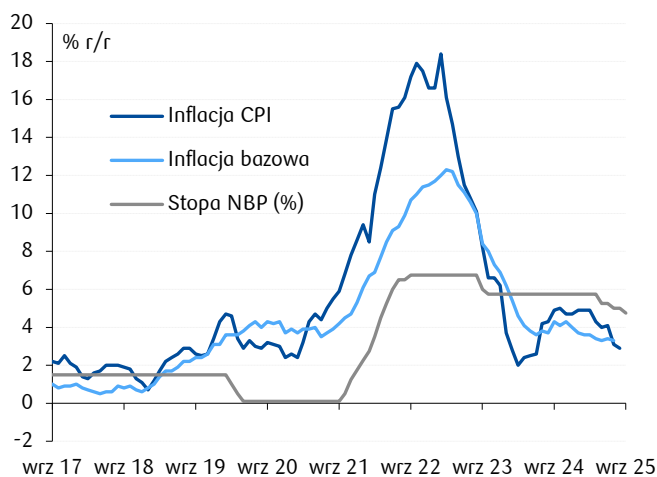
www.centrumanaliz.pkobp.pl

### Notowania rynkowe:

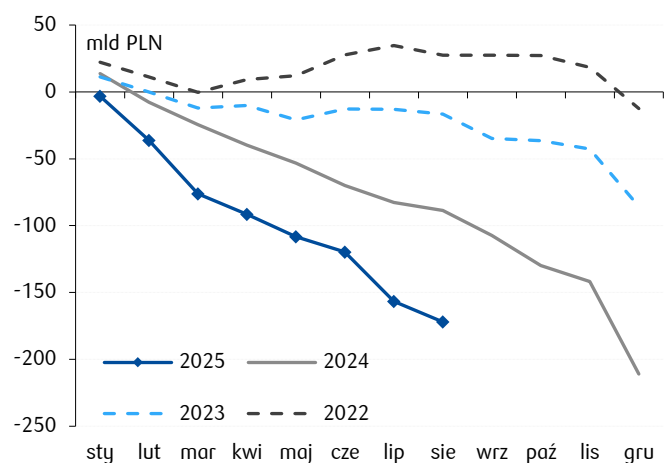
	Wartość 2025-09-15	(%, pb)* Δ 1D
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,2500	-0,1
USDPLN	3,6146	-0,4
CHFPLN	4,5481	-0,1
GBPPLN	4,9127	-0,1
EURUSD	1,1758	0,3
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	4,29	1
PL5Y	4,89	0
PL10Y	5,50	1
DE10Y	2,70	-2
US10Y	4,04	-2
<b>Indeksy akcyjne:</b>		
WIG	107 484,1	1,0
DAX	23 748,9	0,2
S&P500	6 615,3	0,5
Nikkei**	44 996,8	0,5
Shanghai		
Comp.**	3 859,0	-0,3
<b>Surowce:</b>		
Złoto	3665,17	0,6
Ropa Brent	67,44	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 i bazowa oraz stopa referencyjna NBP



### Saldo budżetu państwa



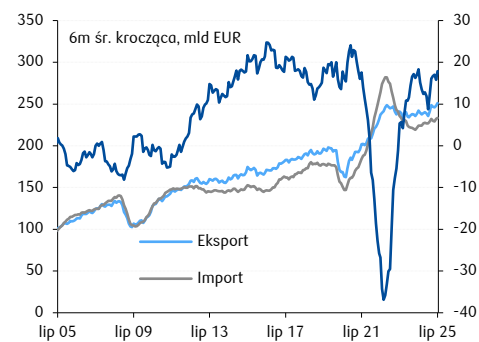
Źródło: GUS, Macrobond, PKO Bank Polski.

z wyłączeniem pojazdów. W przypadku produkcji oczekiwane jest utrzymanie spadku w ujęciu miesięcznym.

#### PRZEGLĄD WYDARZEŃ EKONOMICZNYCH:

- POL: Inflacja CPI w sierpniu spadła do 2,9% r/r z 3,1% r/r w lipcu.** Ostateczne dane były o 0,1pp wyższe niż szacunek *flash* oraz zgodne z naszą pierwotną prognozą. Rewizja względem danych wstępnych dotyczyła cen żywności i napojów oraz kategorii bazowych. Ceny nie zmieniły się w ciągu miesiąca, podczas gdy dane wstępne wskazywały na ich spadek o 0,1% m/m. **Szacujemy, że inflacja bazowa obniżyła się do 3,1% r/r z 3,3% r/r w lipcu.** Odsezonowany impet inflacji bazowej nieco przyspieszył w ujęciu średniej 3-miesięcznej, a w bardziej stabilnym ujęciu 6-miesięcznym utrzymał się nieznacznie powyżej 3% saar. Powrót inflacji bazowej do poziomu sprzed pandemii można uznać za symboliczne zakończenie zaburzeń związanych z wojną i pandemią. **Nieco wyższe od wstępnego szacunku dane nie zmieniają jego pozytywnej wymowy – inflacja jest w pobliżu celu NBP i pozostanie tam w najbliższych kwartałach.** Więcej w Makro Flash: [Inflacja nieco wyżej, ale blisko celu](#).
- POL: Deficyt budżetowy po sierpniu pogłębił się do 172 mld PLN (ze 156,7 mld PLN po lipcu, 59,6% całorocznego planu), a w ujęciu 12-mc sięgnął 294 mld PLN (powyżej limitu deficytu na 2025 na poziomie 289 mld PLN).** Oznacza to wzrost do 7,8% PKB wobec 7,6% PKB w lipcu. Przypominamy, że porównywalność wyników budżetu z poprzednimi latami jest zaburzona przez reformę finansowania JST, co sztucznie pogarsza wynik budżetu centralnego – wg Ministerstwa po stronie dochodowej o 85,2 mld PLN. **Dochody od początku roku spadły o 11,4% r/r, ale w warunkach porównywalnych (bez reformy) wzrosłyby o 9,7% r/r.** Dynamika VAT wróciła w sierpniu na odpowiednie tory, rosnąc o 10,5% r/r. Zaktualizowana prognoza VAT na 2025 z UB26, wynosząca 325 mld PLN (obecnie 313 mld PLN) jest w naszej ocenie jednak trudna, choć możliwa do realizacji. **W warunkach porównywalnych dochody z PIT były wyższe o 13% r/r, natomiast CIT o 17,7% r/r. Dynamika wydatków ogółem w okresie styczeń-sierpień przyspieszyła do 7,4% r/r z 7,1% r/r w okresie styczeń-lipiec, głównie w wyniku przekazania większych środków do Funduszu Ubezpieczeń Społecznych i przekazanych w marcu i lipcu środków na spłaty obligacji PFR (Tarcze Finansowe) i BGK (Fundusz przeciwdziałania Covid).** Utrzymuje się silnie rosnący trend wydatków na obsługę długu, które w ujęciu sumy 12-mies. wyniosły 69,9 mld PLN. **Sytuacja fiskalna sektora centralnego jest napięta. Polityka fiskalna w pozostałej części roku będzie musiała być bardziej restrykcyjna niż w analogicznym okresie 2024.** W grudniu roku ubiegłego obserwowaliśmy znaczny przyrost deficytu wynikający z międzyokresowego zarządzania wynikiem, co oznacza, że na koniec bieżącego roku MF będzie miało więcej przestrzeni. Tym samym nowelizacja UB25 nie jest konieczna.
- EUR: I.Schnabel (zarząd EBC) powiedziała, że Bank powinien utrzymywać obecny poziom stóp procentowych, a ryzyka dla inflacji (cła, inflacja usługowa, ceny żywności i polityka fiskalna) są odchyłone w górę. P.Kazimir (Prezes Banku Słowacji) powiedział, że zlekceważenie czynników ryzyka dla inflacji byłoby błędem.** Dodał, że o ile strefy euro nie dotknie kolejny duży szok, to parametry polityki pieniężnej przez jakiś czas się nie zmieniają. **M.Kocher (Prezes Banku Austrii) powiedział, że ryzyka dla inflacji są raczej zbalansowane i powtórzył, że decyzje podejmowane są na podstawie napływających danych.**
- EUR: Saldo handlowe w lipcu wzrosło do 12,4 mld EUR (nieco powyżej oczekiwań na poziomie 12,0 mld EUR) z 8,0 mld EUR w czerwcu.** Eksport dóbr wyniósł 251,5 mld EUR (+0,4% r/r), zaś import 239,1 mld EUR (+3,1% r/r).

#### Bilans handlowy strefy euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### Produkcja przemysłowa w Rumunii



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **ROM:** Produkcja przemysłowa w lipcu wzrosła o 2,3% r/r sca (2,7% r/r w ujęciu nieodsezonowanym) po spadku o 0,6% r/r w czerwcu. Do wzrostu produkcji przyczyniło się przede wszystkim przetwórstwo (+3,4% r/r sca) i w mniejszym stopniu górnictwo i wydobywanie (+1,2% r/r sca). Zdecydowanie gorzej radził sobie sektor energii elektrycznej, gazu, pary i klimatyzacji (-2,0% r/r sca). W ujęciu miesięcznym produkcja przemysłowa spadła o 0,3% sca (zaś w ujęciu nieodsezonowanym wzrost wyniósł 3,8% m/m, na co wpływ miała wyższa o 3 liczba dni roboczych).
- **POL:** W Dzienniku Ustaw opublikowano Rozporządzenie Rady Ministrów, zgodnie z którym płaca minimalna od 1 stycznia 2026 wyniesie 4806 PLN brutto wobec 4666 PLN w 2025, zaś w ujęciu godzinowym 31,40 PLN wobec 30,50 PLN w tym roku. Nominalny wzrost płacy minimalnej wyniesie 3,0%, tyle samo ile założona przez rząd na 2026 średnioroczna inflacja CPI. Oznacza to, że w ujęciu realnym płaca minimalna nie wzrośnie, gdy przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce narodowej wg rządu ma wzrosnąć nominalnie o 6,3% a realnie o 3,2%. **W efekcie relacja płacy minimalnej do przeciętnego wynagrodzenia w gospodarce narodowej spadnie po raz pierwszy od 2022** – w 2026 wyniesie (wg prognoz) 51,0% wobec 52,7% w 2025 oraz 51,8% w 2024. Propozycja wysokości minimalnego wynagrodzenia jest corocznie przedmiotem negocjacji w ramach Rady Dialogu Społecznego – związki zawodowe proponowały, aby minimalne wynagrodzenie w przyszłym roku wyniosło co najmniej 5015 PLN, co przełożyłoby się na nominalny wzrost o 7,5%. Pracodawcy postulowali wzrost o 1,1%, ale ostateczną propozycję rządu uznali jako kompromisową.
- **POL:** Premier D.Tusk na forum „Energia z Polski – Local First” zapowiedział repolonizację zamówień publicznych, tj. zwiększenie udziału polskich firm w realizacji inwestycji w elektrownie wiatrowe na morzu, elektrownie jądrowe oraz w zakupach broni. Obecny na forum Minister Aktywów Państwowych W.Balczun podkreślił, że repolonizacja, rozumiana jako zwiększanie udziału tzw. *local content* w polskiej gospodarce, jest jednym z priorytetów resortu.
- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 14 września podpisano umowy o dofinansowanie projektów o wartości wydatków kwalifikowalnych 207,8 mld PLN, w tym 161,8 mld PLN dofinansowania UE, co stanowi 50,7% dostępnej alokacji środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.
- **USA:** Sąd apelacyjny w Waszyngtonie odrzucił wniosek D.Trumpa o natychmiastowe usunięcie ze stanowiska w FOMC L.Cook (członkini Rady Gubernatorów Fed) w związku z zarzutami oszustw hipotecznych. Jednocześnie Senat stosunkiem głosów 48-47 zatwierdził nominację S.Mirana, szefa Rady Doradców Ekonomicznych w Białym Domu, na nowego gubernatora Fed. S.Miran obejmie miejsce po A.Kugler i ma pozostać w Fed jedynie do początku 2026. Spór wokół L.Cook potęguje obawy o próby ograniczenia niezależności Fed.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 12 września</b>						
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	08:00	% r/r	2,0	2,2	--	2,2
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	08:00	% r/r	1,8	2,1	--	2,1
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (lip.)	14:00	mIn EUR	651	-352	-530	-1335
POL: Eksport (lip.)	14:00	% r/r	1,9	2,6	2,8	2,7
POL: Import (lip.)	14:00	% r/r	-0,2	0,6	1,1	3,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	58,2	59,3	--	55,4
<b>Poniedziałek, 15 września</b>						
ROM: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-0,8	2,6	--	2,3
POL: Inflacja CPI (sie., rew.)	10:00	% r/r	3,1	2,8	2,8	2,9
EUR: Bilans handlowy (lip.)	11:00	mld	8,0	12,0	--	12,4
<b>Wtorek, 16 września</b>						
GER: Indeks instytutu ZEW (wrz.)	11:00	pkt.	34,7	26,3	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (lip.)	11:00	% r/r	0,2	1,7	--	--
POL: Inflacja bazowa (sie.)	14:00	% r/r	3,3	3,1	3,1	--
USA: Sprzedaż detaliczna (sie.)	14:30	% m/m	0,5	0,3	--	--
USA: Sprzedaż detaliczna z wył. pojazdów (sie.)	14:30	%, m/m	0,3	0,4	--	--
USA: Produkcja przemysłowa (sie.)	15:15	% m/m	-0,1	-0,1	--	--
<b>Środa, 17 września</b>						
POL: Koniunktura konsumencka (wrz.)	10:00	pkt.	-12,1	-13,1	-11,5	--
EUR: Inflacja HICP (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,0	2,1	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., rew.)	11:00	% r/r	2,3	2,3	--	--
USA: Rozpoczęte budowy domów (sie.)	14:30	mln	1,428	1,365	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (sie., wst.)	14:30	--	1,362	1,370	--	--
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	4,50	4,25	4,25	--
<b>Czwartek, 18 września</b>						
NO: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,00	4,00	--
POL: Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	7,6	8,0	8,0	--
POL: Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (sie.)	10:00	% r/r	-0,9	-0,8	-0,8	--
POL: Produkcja przemysłowa (sie.)	10:00	% r/r	2,9	1,0	-0,5	--
POL: Inflacja PPI (sie.)	10:00	% r/r	-1,2	-0,9	-0,8	--
POL: Produkcja budowlano-montażowa (sie.)	10:00	% r/r	0,6	0,5	-0,3	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	4,00	4,00	4,00	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys.	263	240	--	--
<b>Piątek, 19 września</b>						
JP: Posiedzenie BOJ	--	%	0,5	0,5	0,5	--
GER: Inflacja PPI (sie.)	8:00	% r/r	-1,5	-1,7	--	--

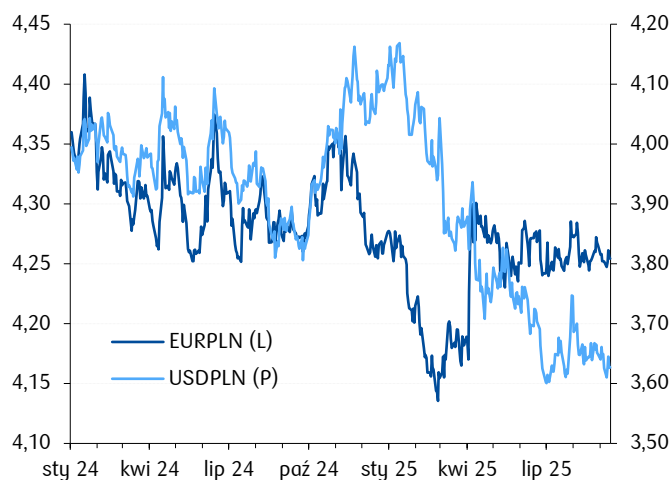
Źródło: GUS, NBP, Parkiet, PAP, Bloomberg, Reuters, PKO Bank Polski, dla Polski Parkiet, dla pozostałych Bloomberg, Reuters.

## Przegląd sytuacji na rynkach finansowych

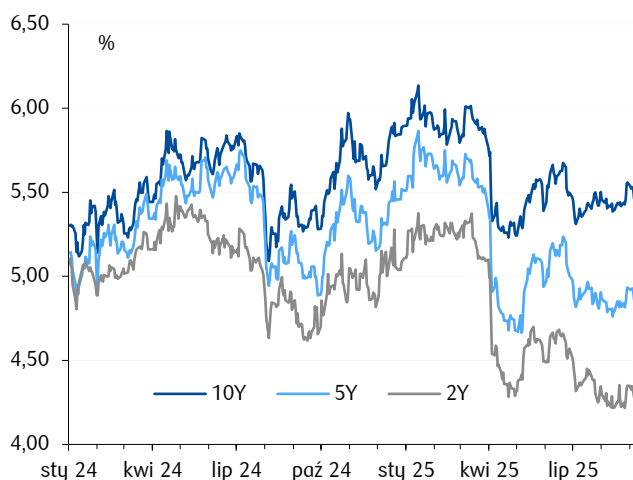
		Wartość 2025-09-15	Δ (% , pb)*				
			Δ 1D	Δ 1W	Δ 4W	Δ 12M	Δ 36M
<b>Waluty</b>	EURPLN	4,2500	-0,1	0,1	0,0	-0,6	-9,5
	USDPLN	3,6146	-0,4	0,0	-0,8	-6,0	-22,0
	CHFPLN	4,5481	-0,1	-0,2	0,8	0,0	-6,7
	GBPPLN	4,9127	-0,1	0,5	-0,2	-3,2	-9,3
	EURUSD	1,1758	0,3	0,1	0,8	5,7	16,1
	EURCHF	0,9345	0,0	0,2	-0,8	-0,6	-3,1
	GBPUSD	1,3589	0,2	0,4	0,5	3,0	16,1
	USDJPY	147,43	-0,2	-0,2	-0,4	5,0	3,5
	EURCZK	24,33	0,0	-0,1	-0,6	-3,3	-0,8
	EURHUF	389,43	-0,4	-1,0	-1,5	-1,1	-1,9
<b>Obligacje</b>	PL2Y	4,29	1	2	4	-33	-225
	PL5Y	4,89	0	5	4	-10	-138
	PL10Y	5,50	1	5	6	20	-40
	DE2Y	2,02	0	9	5	-17	72
	DE5Y	2,29	-2	9	-4	30	82
	DE10Y	2,70	-2	6	-8	58	105
	US2Y	3,54	-2	4	-23	-3	-3
	US5Y	3,61	-2	4	-25	20	15
	US10Y	4,04	-2	0	-30	42	68
<b>Akcje</b>	WIG	107 484,1	1,0	0,0	-2,2	31,5	109,5
	WIG20	2 866,2	1,0	0,1	-3,2	24,9	83,5
	S&P500	6 615,3	0,5	1,8	2,6	17,4	60,9
	NASDAQ100	24 293,8	0,8	2,2	2,4	25,1	90,7
	Shanghai Composite**	3 859,0	-0,3	0,8	3,5	42,7	18,3
	Nikkei**	44 994,7	0,5	3,1	2,9	23,0	57,6
	DAX	23 748,9	0,2	-0,2	-2,3	27,5	77,2
	VIX	18,14	1,1	-2,2	0,7	-2,8	-28,6
<b>Surowce</b>	Ropa Brent	67,4	0,7	2,2	1,3	-7,3	-28,3
	Ropa WTI	63,7	1,0	1,7	-1,3	-10,5	-27,9
	Złoto	3665,2	0,6	0,5	9,9	42,0	111,9

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

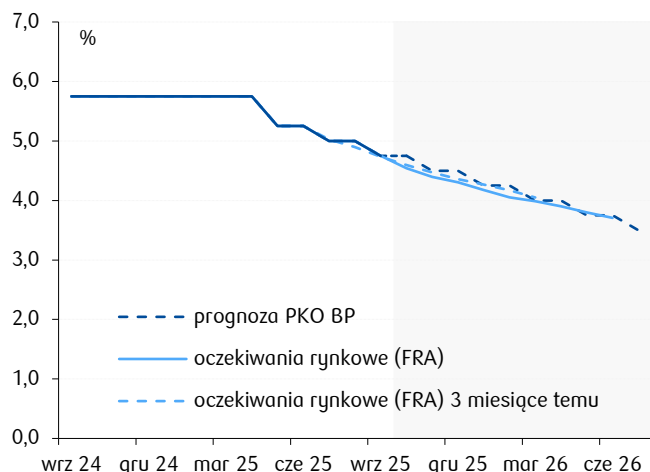
## Notowania złotego wobec głównych walut



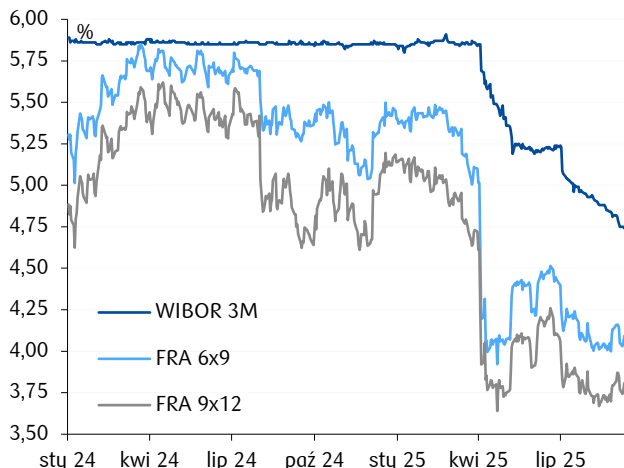
## Rentowności polskich obligacji skarbowych



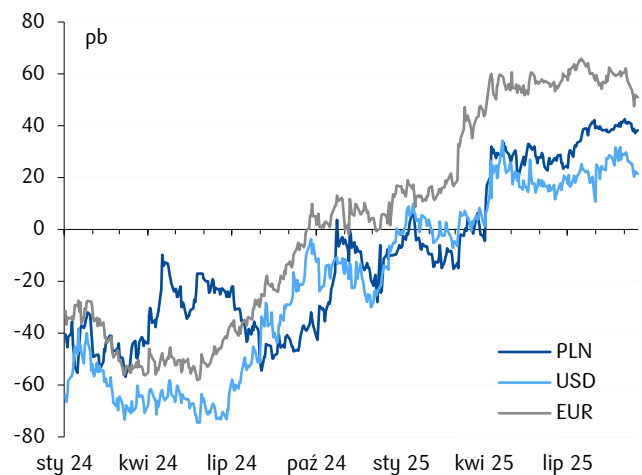
### Stopy NBP – prognoza PKO BP vs oczekiwania rynkowe



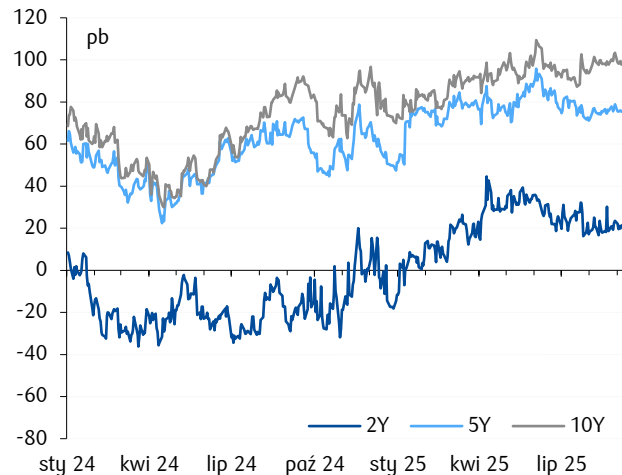
### Krótkoterminowe stopy procentowe



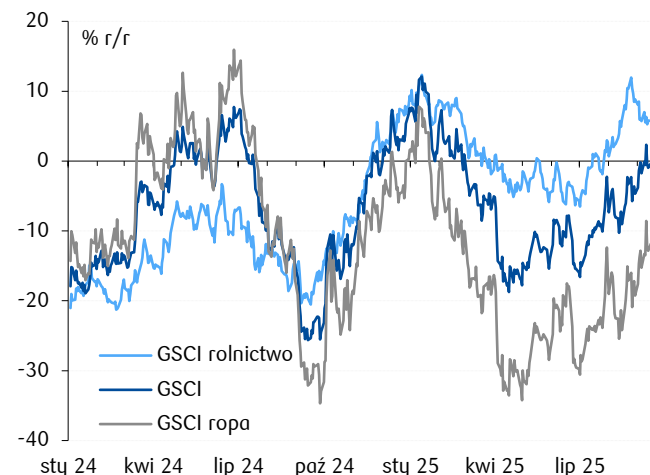
### Nachylenie krzywej swap (spread 10Y-2Y)\*



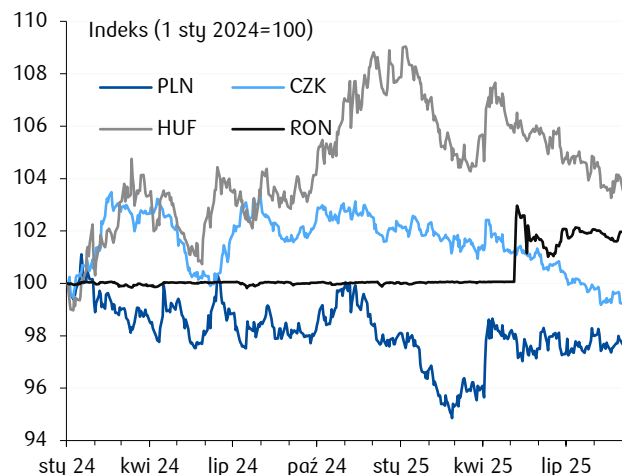
### Spread asset swap dla PLN



### 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.

