

Jutro nie opublikujemy Dziennika Ekonomicznego, a kolejny ukaże się w poniedziałek 17 sierpnia.

W USA inflacja spowalnia, w Niemczech przyspiesza

- W środę złoty konsolidował się wobec euro i osłabił się lekko wobec dolara. Sesja charakteryzowała się obniżoną zmiennością, a zgodny z konsensem spadek amerykańskiej inflacji CPI w lipcu przełożył się jedynie na marginalne i nietrwałe osłabienie dolara. Na krajowym rynku długu rentowności SPW wzrosły o 4–5pb mimo udanej aukcji zamiany, na której Ministerstwo Finansów uplasowało papiery o wartości 10,7 mld PLN. W czwartek uwaga krajowych uczestników rynku przesunie się na wstępny szacunek PKB za 2q26. **Jeśli tempo wzrostu gospodarczego przekroczy 4% r/r powinno to zwiększyć przewagę dynamiki Polski nad strefą euro i wesprzeć relatywną atrakcyjność krajowych aktywów, otwierając przestrzeń do spadku EURPLN w kierunku 4,28 oraz USDPLN w stronę 3,70.** Przy braku poprawy sytuacji na Bliskim Wschodzie oraz ograniczonej skłonności inwestorów do zwiększania ekspozycji trudno oczekiwać wyraźnego spadku rentowności SPW, które w przypadku papierów 2-letnich mogą utrzymywać się poniżej 4,40%, a 10-letnich w pobliżu 5,85%.
- Dziś skupimy się na publikacjach kluczowych danych makro z Polski. Rano poznamy szybki szacunek PKB w 2q26. Na podstawie miesięcznych danych oczekujemy, że wzrost przyspieszył do 4,1% r/r z 3,5% r/r w 1q26** za sprawą wciąż silnej konsumpcji prywatnej, a także poprawy dynamiki inwestycji. Dziś poznamy jednak tylko zagregowany wzrost PKB, a na szczegółowe rozbicie musimy poczekać do końca sierpnia.
- Równocześnie poznamy pełne dane o inflacji CPI w lipcu, która według wstępnego odczytu przyspieszyła do 3,0% r/r z 2,5% r/r w czerwcu.** Przyspieszenie wynikało przede wszystkim ze wzrostu cen paliw (złożenie wyższych cen ropy na globalnych rynkach oraz wygaśnięcia programu CPN z końcem czerwca) oraz niewielkiego przyspieszenia cen w kategoriach bazowych. **Po południu NBP opublikuje dane o rachunku obrotów bieżących w czerwcu.** Spodziewamy się spadku deficytu CAB do 679 mln EUR z ok. 1 mld EUR w maju przy przyspieszeniu dynamiki eksportu i importu.
- Za granicą warto zwrócić uwagę na **posiedzenie Norges Banku**, który najpewniej utrzyma stopy na poziomie 4,25%. **Amerykańska inflacja PPI wg konsensusu spadła w lipcu do 4,9% r/r, a produkcja przemysłowa w strefie euro** była w tym samym okresie niższa niż przed rokiem, chociaż wg prognoz tempo spadku wyhamowało do –0,6% r/r.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

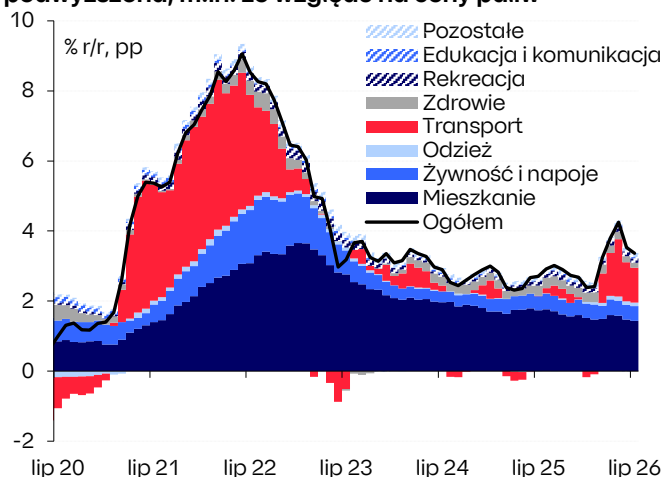
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

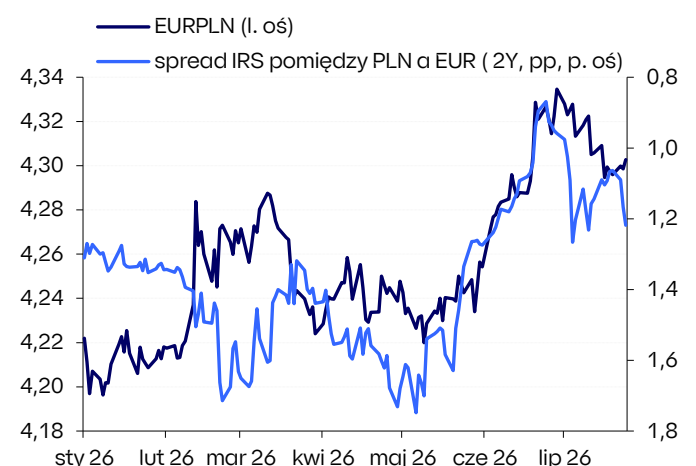
	Wartość 2026-08-12	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	153 948	0,3
STOXX Europe 600	659	-0,2
S&P500	7 749	0,3
Waluty:		
EURPLN	4,30	0,1
USDPLN	3,73	0,2
CHFPLN	4,58	-0,1
EURUSD	1,15	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,38	4
PL5Y	5,37	5
PL10Y	5,88	4
DE10Y	3,16	0
US10Y	4,68	0
Surowce:		
Ropa Brent	89	0,1
Złoto	4407	0,9

Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Inflacja CPI w USA w lipcu nieco się obniżyła, jednak pozostaje podwyższona, m.in. ze względu na ceny paliw



EURPLN konsoliduje się przy 4,30 przed kluczowymi publikacjami makro z Polski, a nieco szerszy spread 2-letnich stóp IRS PLN–EUR nie ciąży złotemu



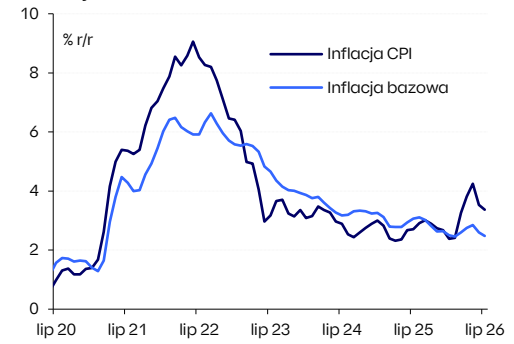
WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- USA:** Inflacja CPI w lipcu obniżyła się do 3,4% r/r z 3,5% r/r w czerwcu, zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Jednocześnie inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) obniżyła się do 2,5% r/r z 2,6% r/r, także zgodnie z oczekiwaniami. Za spadek inflacji ogółem, poza spowolnieniem w kategoriach bazowych, odpowiadają także ceny energii (-1,5% m/m sa), w tym ceny paliw (-2,9% m/m sa). Niemniej jednak ceny paliw pozostają podwyższone (24,6% r/r) i pozostają głównym źródłem przyspieszenia inflacji względem początku roku, tj. sprzed ataku USA i Izraela na Iran (por. wykres na pierwszej stronie). **Odczyt zgodny z rynkowymi oczekiwaniami (i jedynie nieznacznie powyżej naszych oczekiwań) nie zmienia naszego scenariusza co do stóp procentowych Fed – oczekujemy ich utrzymania na niezmiennym poziomie do końca roku oraz wznowienia obniżek w 2027** wraz z wygasaniem presji inflacyjnej. Podkreślamy jednak, że bilans czynników ryzyka pozostaje skierowany w górę – połowa członków FOMC uznała, że w 2026 uzasadniona byłaby podwyżka stóp, co znajduje odzwierciedlenie w rynkowych wycenach ścieżki stóp. Sam Prezes Fed K.Warsh, mimo jastrzębich deklaracji o determinacji do sprowadzenia inflacji do celu, nie głosował za podwyżką stóp na ostatnim posiedzeniu.
- GER:** Inflacja CPI w lipcu przyspieszyła do 2,8% r/r z 2,3% r/r w czerwcu, zgodnie ze wstępnym odczytem. W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,8%. Za przyspieszenie inflacji ogółem odpowiadają przede wszystkim ceny energii (8,3% r/r wobec 3,4% r/r w czerwcu), w tym ceny paliw, które wzrosły o 23,0% r/r po wzroście o 11,3% r/r miesiąc wcześniej. Za wzrost cen paliw (11,2% m/m) odpowiadają zarówno ceny ropy naftowej na globalnych rynkach, jak i wygaśnięcie z końcem czerwca tymczasowej obniżki podatku od paliw. Jednocześnie ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,4% r/r po wzroście o 0,6% r/r w czerwcu. Inflacja bazowa (po wyłączeniu cen żywności i energii) w lipcu obniżyła się do 2,4% r/r z 2,5% r/r w poprzednim miesiącu. **Inflacja HICP również wyniosła 2,8% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem, wobec 2,4% r/r miesiąc wcześniej.**
- ROM:** Inflacja CPI w lipcu obniżyła się do 8,2% r/r z 10,4% r/r w czerwcu i była nieco wyższa od naszych i rynkowych oczekiwań (kons.: 8,0% r/r). Spadek inflacji w ujęciu rocznym to zasługa przede wszystkim efektu bazy statystycznej – w ujęciu miesięcznym ceny w lipcu 2026 wzrosły o 0,6%, podczas gdy w lipcu 2025 miesięczny wzrost cen wyniósł 2,7%. Rok temu doszło do odmrożenia cen energii elektrycznej, w związku z czym jej ceny wzrosły o ponad 61% m/m. W lipcu br. dynamika cen energii elektrycznej obniżyła się do 3,4% r/r z 60,0% r/r w czerwcu. Zakładamy, że w kolejnych miesiącach inflacja CPI obniży się w kierunku 4% r/r. Bank Rumunii utrzymuje stopy na niezmiennym poziomie od sierpnia 2024, a przestrzeń do łagodzenia polityki pieniężnej mogłaby naszym zdaniem pojawić się pod koniec roku.
- ŚWIAT:** Zawieszenie broni uzgodnione między USA a Iranem w połowie czerwca ma zostać przedłużone – wynika z doniesień agencji dpa, która powołuje się na pakistańskie źródła bezpieczeństwa. Rozejm mógłby zostać wydłużony o 60, a nawet 90 dni. Nie podjęto jeszcze decyzji, czy to odnowione zawieszenie broni zostanie ogłoszone publicznie

WYDARZENIA KRAJOWE:

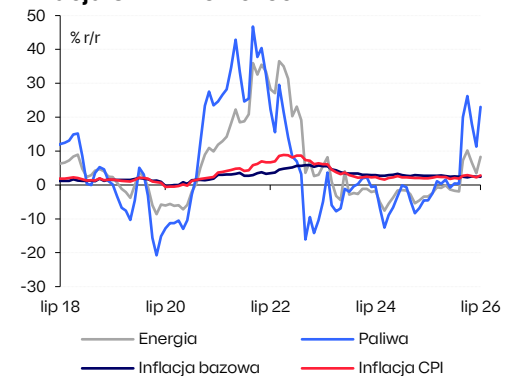
- POL:** Minister energii M.Motyka powiedział, że jesienią rząd może kolejny raz zająć się projektem **windfall tax**, czyli podatku od nadmiarowych zysków ze sprzedaży paliw i gazu. Minister dodał, że w tym tygodniu może zapaść decyzja dotycząca regulacji cen paliw na 2 ostatnie tygodnie sierpnia. Ministerstwo Energii rekomenduje w pierwszym kroku powrót do obniżonej stawki VAT na paliwa w wysokości 8% oraz ponowne wprowadzenie mechanizmu ceny maksymalnej.

Inflacja CPI w USA



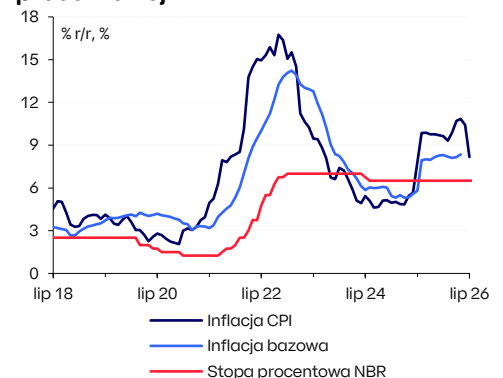
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja CPI w Rumunii na tle stopy procentowej NBR

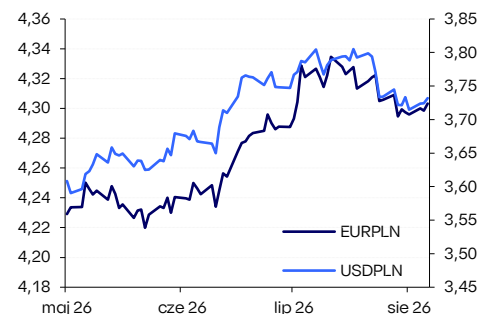


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty konsolidował się wobec euro**, a kurs EURPLN oscylował wokół poziomu 4,30. Jednocześnie złoty osłabił się nieznacznie wobec dolara, w pobliżu 3,73 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX kurs EURUSD zszedł w okolice 1,1520.
- Sesja charakteryzowała się obniżoną zmiennością na obserwowanych przez nas parach walutowych, a **zgodny z konsensusem ekonomistów spadek amerykańskiej inflacji CPI w lipcu**, zarówno w przypadku głównego wskaźnika, jak i inflacji bazowej, **wpłynął na obniżenie rynkowych wycen wrześnieowej podwyżki stóp Fed do ok. 40% z 48% dzień wcześniej**. **Przełożyło się to jednak jedynie na marginalne i nietrwałe osłabienie dolara**, gdyż przed silniejszym ruchem inwestorów powstrzymywały utrzymujące się wysokie ceny ropy naftowej, podtrzymujące ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych.
- W czwartek uwaga krajowych uczestników rynku przesunie się w kierunku publikacji makroekonomicznych z Polski, tj. wstępnego szacunku PKB za 2q26, czerwcowego salda rachunku obrotów bieżących oraz finalnego odczytu lipcowej inflacji CPI. **Pozytywny wpływ na notowania złotego może mieć tempo wzrostu gospodarczego, które — jeśli zgodnie z naszą prognozą przekroczy 4% r/r — zwiększyłoby przewagę dynamiki wzrostu Polski nad strefą euro i tym samym podniosło relatywną atrakcyjność krajowych aktywów dla inwestorów zagranicznych**. Przy materializacji tego scenariusza oczekujemy spadku EURPLN w kierunku 4,28 oraz USDPLN w stronę 3,70. Czynnikiem ograniczającym skalę umocnienia złotego pozostanie napięta sytuacja geopolityczna, podtrzymująca wysoką premię w cenach ropy naftowej.
- Na krajowym rynku stopy procentowej **środowa sesja przyniosła dalszy wzrost rentowności obligacji skarbowych, mimo udanej aukcji zamiany**. **Ministerstwo Finansów uplasowało papiery o wartości 10,7 mld PLN**, a więc zbliżonej do średniej osiągananej w tegorocznych przetargach. Aukcja potwierdziła solidny popyt ze strony krajowych instytucji finansowych, jednak nie zapobiegła relatywnej słabości polskiego długu, który należał do najslabiej zachowujących się rynków obligacji na świecie. Notowaniom w dalszym ciągu ciężką perspektywą zwiększonej podaży na rynku pierwotnym oraz utrzymująca się niepewność geopolityczna.
- W tym kontekście **istotna będzie zaplanowana na czwartek aukcja obligacji BGK emitowanych na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19**. Chociaż potrzeby pożyczkowe Funduszu na 2026 zostały już sfinansowane, w drugim półroczu BGK będzie prefinansował potrzeby przypadające na kolejny rok. Według szacunków Banku do końca lipca zabezpieczono 46% planu finansowania na 2027., opiewającego łącznie na 30 mld PLN.
- Przy braku poprawy sytuacji geopolitycznej na Bliskim Wschodzie oraz ograniczonej skłonności inwestorów do zwiększania ekspozycji trudno oczekiwać, aby czwartkowa sesja przyniosła wyraźny spadek rentowności polskich obligacji. **Rentowności papierów dwuletnich mogą utrzymywać się poniżej 4,40%, natomiast dziesięcioletnich – w pobliżu 5,85%.**
- Na rynkach globalnych uwaga inwestorów skoncentruje się w czwartek na danych z amerykańskiego rynku pracy oraz odczycie inflacji PPI. Chociaż nastroje pozostają zdominowane przez informacje napływające z Bliskiego Wschodu, **wyraźnie słabsze od konsensusu dane z USA mogłyby sprowokować umiarkowany spadek rentowności na głównych rynkach długu**. Krajowe publikacje finalnego odczytu CPI oraz salda obrotów bieżących prawdopodobnie nie będą miały istotnego wpływu na notowania.

Waluty



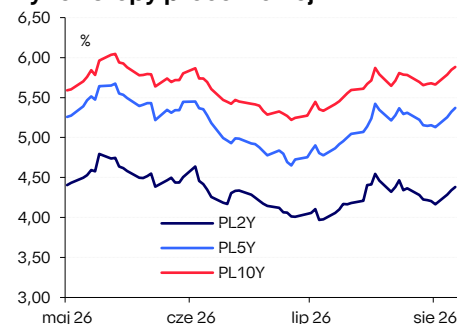
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



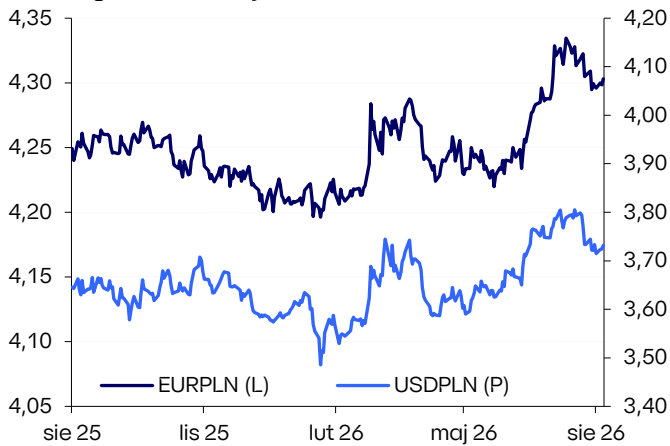
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

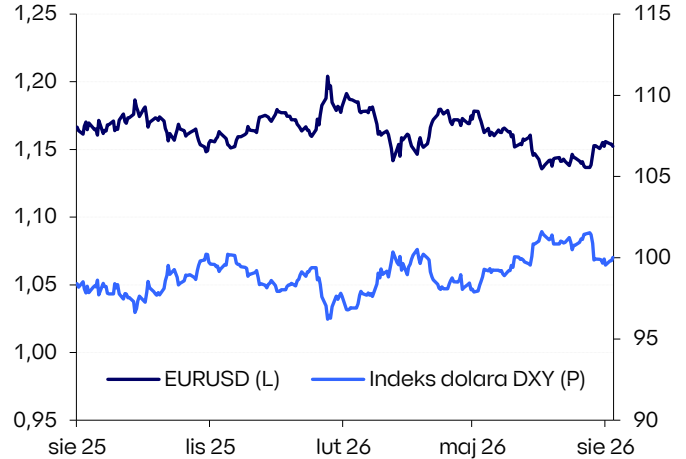
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

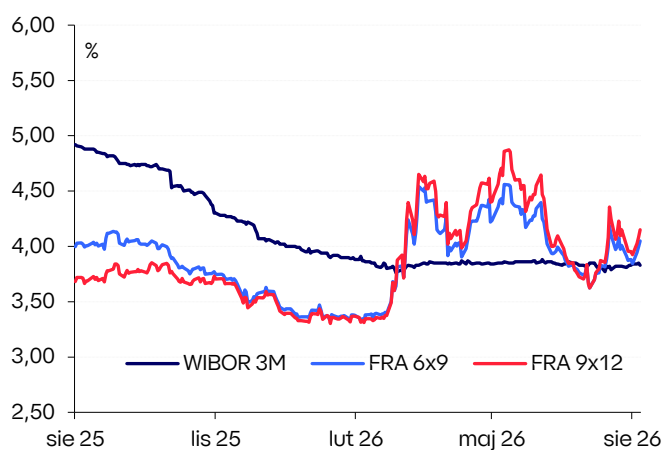
PLN vs główne waluty



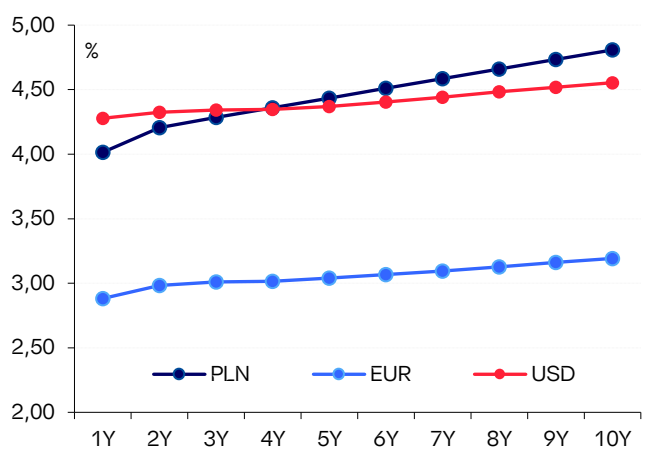
Notowania USD



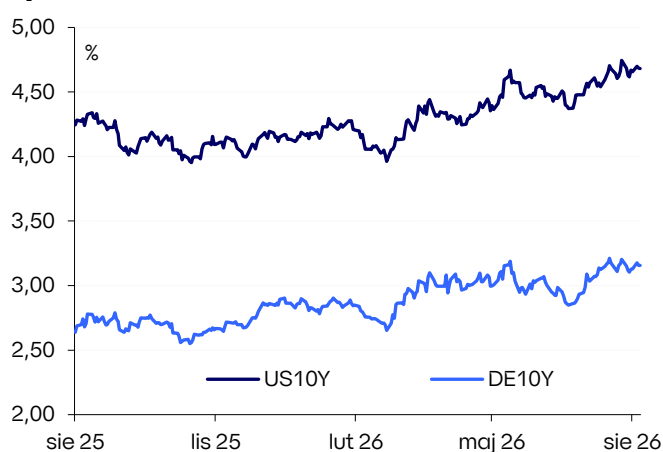
Krótkoterminowe stopy procentowe



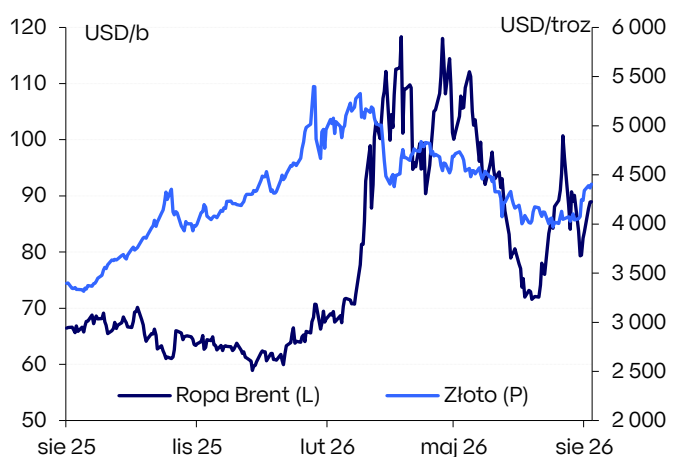
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 7 sierpnia						
GER: Eksport (cze.)	8:00	% m/m	1,1	-0,5	--	0,9
GER: Import (cze.)	8:00	% m/m	-2,6	1,0	--	4,4
GER: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:00	% m/m	0,7	0,1	--	0,2
HUN: Inflacja CPI (lip.)	8:30	% r/r	1,7	1,5	1,5	1,2
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip.)	14:30	tys.	20	88	--	-23
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip.)	14:30	% r/r	3,4	3,5	--	3,2
USA: Stopa bezrobocia (lip.)	14:30	%	4,2	4,2	--	4,1
Poniedziałek, 10 sierpnia						
EUR: Indeks Sentix (sie.)	10:30	pkt.	-3,1	-1,0	--	0,9
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
Wtorek, 11 sierpnia						
CZE: Inflacja CPI (lip., rew.)	9:00	% r/r	1,5	1,7	1,7	1,7
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (lip.)	16:00	mln	4,09	4,05	--	4,06
Środa, 12 sierpnia						
ROM: Inflacja CPI (lip.)	8:00	% r/r	10,4	8,0	7,9	8,2
GER: Inflacja CPI (lip., rew.)	8:00	% r/r	2,3	2,8	--	2,8
GER: Inflacja HICP (lip., rew.)	8:00	% r/r	2,4	2,8	--	2,8
USA: Inflacja CPI (lip.)	14:30	% r/r	3,5	3,4	3,3	3,4
USA: Inflacja bazowa (lip.)	14:30	% r/r	2,6	2,5	--	2,5
Czwartek, 13 sierpnia						
ROM: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:00	% r/r	-5,3	-4,0	--	--
POL: Inflacja CPI (lip., rew.)	9:30	% r/r	2,5	3,0	3,0	--
POL: Wzrost PKB (2q)	9:30	% r/r	3,5	3,7	4,1	--
NOR: Posiedzenie Norges Banku	10:00	%	4,25	4,25	4,25	--
CZE: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	10:00	mld CZK	-38,31	-44,26	--	--
EUR: Produkcja przemysłowa (cze.)	11:00	% r/r	-1,2	-0,6	--	--
POL: Saldo rachunku obrotów bieżących (cze.)	14:00	mIn EUR	-1071	-679	-679	--
POL: Eksport (cze.)	14:00	% r/r	5,5	8,0	6,7	--
POL: Import (cze.)	14:00	% r/r	3,7	9,4	8,6	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	199	203	--	--
USA: Inflacja PPI (lip.)	14:30	% r/r	5,5	4,9	--	--
Piątek, 14 sierpnia						
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	-1,2	-1,0	-1,4	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,5	1,0	--	--
EUR: Bilans handlowy (cze.)	11:00	mld	-5,0	--	--	--
EUR: Zatrudnienie (2q)	11:00	% r/r	0,5	--	--	--
POL: Inflacja bazowa (lip.)	14:00	% r/r	3,0	3,0	3,1	--
USA: Sprzedaż detaliczna (lip.)	14:30	% m/m	0,2	0,2	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., wst.)	16:00	pkt.	55,2	54,1	--	--

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

Departament Analiz Ekonomicznych

PKO Bank Polski S.A.
ul. Świętokrzyska 36, 00-116 Warszawa
email: pkoresearch@pkobp.pl

Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak piotr.bujak@pkobp.pl

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	marta.petka-zagajewska@pkobp.pl	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	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
dr Anna Sznajderska	anna.sznajderska@pkobp.pl	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl	698 635 126

Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	mariusz.adamiak@pkobp.pl	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	miroslaw.budzicki@pkobp.pl	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	tomasz.marek@pkobp.pl	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	tomasz.niewinski@pkobp.pl	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja

Nasze analizy znajdziesz również na [X/Twitterze](#) oraz na stronie internetowej [Centrum Analiz PKO Banku Polskiego](#)

[X @PKO_Research](#)


Bank Polski | 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.