

Inflacja w USA minimalnie powyżej oczekiwań

- W środę złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i dolara. Krajowa waluta pozostawała pod wpływem impulsów z otoczenia zewnętrznego, w szczególności nieco mocniejszego dolara. Wsparciem dla USD były dane wskazujące na uporczywość inflacji w USA, gdzie deflator PCE w lipcu utrzymał się na poziomie 3,7% r/r, podtrzymując wyceny prawdopodobieństwa wrześniowej podwyżki stóp Fed w okolicach 40%. Na krajowym rynku długu rentowności SPW zmieniły się w zakresie -4/+1 pb, przy niewielkich wzrostach dochodowości obligacji Niemiec i USA. **Wsparciem dla krajowego rynku był dobry przebieg ostatniej w sierpniu aukcji, na której MF uplasowało maksymalną ofertę 12 mld PLN oraz ok. 1,25 mld PLN na aukcji dodatkowej, jednak w końcówce sesji notowania dostosowały się do trendów z rynków bazowych. W czwartek uwaga inwestorów skupi się na protokole z lipcowego posiedzenia EBC oraz sytuacji wokół Cieśniny Ormuz. USD może utrzymać się w pobliżu nieco wyższych poziomów do piątkowego wystąpienia prezesa Fed K.Warsha w Jackson Hole. Oczekujemy spokojnej sesji, z EURPLN oscylującym w pobliżu 4,30–4,31 oraz USDPLN w przedziale 3,69–3,70. W przypadku krajowych obligacji, przy braku konkretnych sygnałów deeskalacji w rejonie Cieśniny Ormuz, najbardziej prawdopodobnym scenariuszem pozostaje stabilizacja rentowności, z ryzykiem ich niewielkiego wzrostu.**
- Dziś rozpocznie się coroczne sympozjum Fed w Jackson Hole**, na którym w przeszłości ogłaszano kierunki zmian polityki pieniężnej oraz ram jej prowadzenia. Harmonogram i listę uczestników poznamy dopiero dziś w nocy, a wystąpienie K.Warsha zaplanowane jest dopiero na piątek o 16.00 (polskiego czasu).
- Wśród standardowych danych z USA poznamy **bilans handlowy** za lipiec i tygodniowy **raport o wnioskach o zasiłek dla osób bezrobotnych**. W Europie istotne będą **minutes z lipcowego posiedzenia EBC**, poznamy też lipcowe dane o **podażu pieniądza M3 w strefie euro**.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

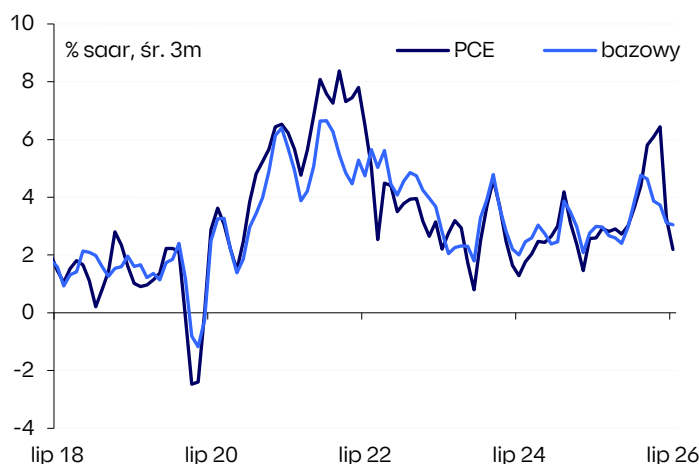
	Wartość 2026-08-26	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	153 418	0,7
STOXX Europe 600	656	0,0
S&P500	7 676	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,31	0,2
USDPLN	3,70	0,5
CHFPLN	4,59	-0,1
EURUSD	1,16	-0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,28	-4
PL5Y	5,34	-1
PL10Y	5,88	1
DE10Y	3,23	2
US10Y	4,66	2
Surowce:		
Ropa Brent	88	-0,8
Złoto	4592	-1,4

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

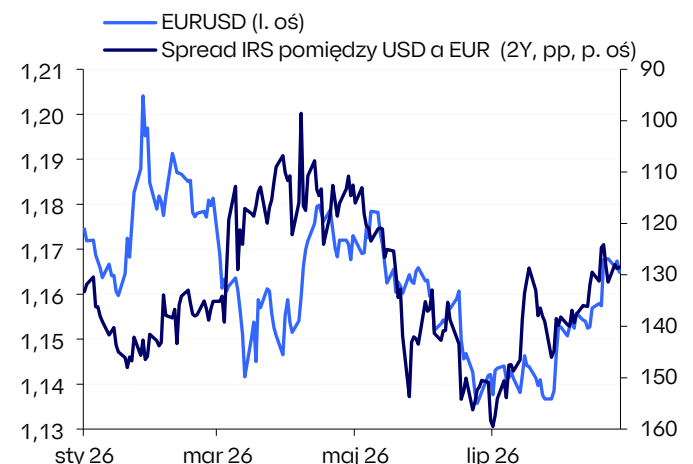
- USA:** Deflator PCE w lipcu pozostał na poziomie 3,7% r/r z czerwca, wbrew oczekiwaniom na spadek do 3,6% r/r. Deflator bazowy PCE pozostał (zgodnie z prognozami) na poziomie 3,3% r/r. W ujęciu miesięcznym poziom

Mimo niewielkiego zaskoczenia w górę w lipcu, impet deflatora PCE w USA stopniowo hamuje



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

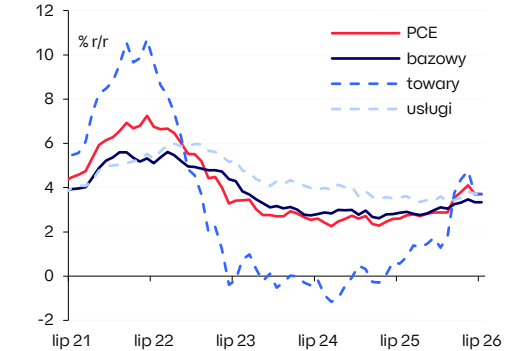
Zawężenie różnicy 2-letnich stóp swapowych USA–strefa euro wspiera wzrost kursu EURUSD



cen w obu ujęciach wzrósł o 0,2%, przy czym w przypadku miary PCE ogółem oznaczało to wynik o 0,1pp wyższy od oczekiwań, a w przypadku miary bazowej zgodny z oczekiwaniami (choć rozwinięcie zaokrąglonych danych pokazuje, że niewiele dzieliło odczyt od zaskoczenia również w tym wypadku: 0,246 m/m). Impet obu deflatorów (śr. 3m saar) w lipcu nieznacznie spadł do odpowiednio 2,2% (PCE) oraz 3,1% (PCE bazowy). Mimo hamowania impetu cen, raport wskazuje na utrzymywanie się podwyższonej inflacji. Podwyższona od lat inflacja w USA zwiększa ryzyko odfaktycznienia oczekiwań inflacyjnych i uniemożliwia łagodzenie polityki pieniężnej Fed. W bazowym scenariuszu spodziewamy się utrzymania stóp na niezmiennym poziomie co najmniej do końca roku i powrotu obniżek w 2h27, jednak ryzyko podwyżki stóp jest istotne.

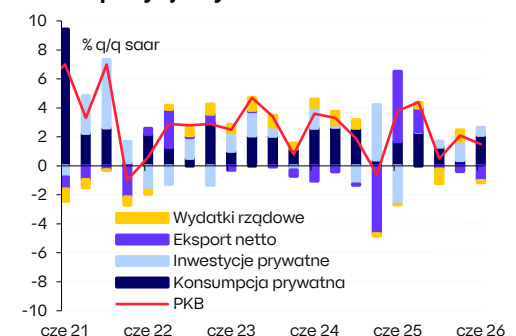
- USA: Lipcowe dane o dochodach i wydatkach Amerykanów potwierdziły hamowanie wydatków (do 0,2% m/m nominalnie i 0,0% m/m realnie), przy dalszym wzroście dochodów (0,4% m/m nominalnie i 0,3% m/m realnie).** Niższa dynamika wydatków była spójna ze słabymi danymi o sprzedaży detalicznej, które wskazywały na głęboki spadek (-0,6% m/m). W miesięcznej strukturze wydatków najsłabiej radziły sobie towary i pojazdy służące rekreacji (-2,9% m/m) oraz pojazdy i części (-1,6% m/m). W większości pozostałych kategorii w lipcu odnotowano niższe dynamiki miesięczne niż w czerwcu, co może wskazywać na podwyższoną ostrożność zakupową konsumentów w obliczu niepewności i wysokich cen paliw.
- USA: Wzrost PKB w 2q26 spowolnił do 1,5% q/q saar z 2,1% q/q saar w 1q26 – drugi szacunek potwierdził wstępny odczyt.** Nie odnotowano istotnych rewizji w szczegółowych kategoriach (niewielka rewizja w górę konsumpcji prywatnej została zrekompensowana podwyższeniem dynamiki importu). W dalszym ciągu ważnym motorem wzrostu pozostają nakłady na centra danych. W górę zrewidowano deflatory za 2q26 – deflator PKB o 0,1pp do 5,8% q/q saar, deflator PCE ogółem i PCE bazowy o 0,2pp do odpowiednio 5,3% q/q saar i 3,6% q/q saar.
- USA: Zamówienia na dobra trwałe w lipcu wzrosły o 1,1% m/m po wzroście o 0,5% m/m w czerwcu.** Wzrost był silniejszy od oczekiwań (0,5% m/m), a wsparciem były zamówienia w transporcie (2,3% m/m), lotnictwie cywilnym (12,7% m/m) i lotnictwie wojskowym (4,9% m/m). Zamówienia po wyłączeniu transportu zwiększyły się o 0,4% m/m, a po wyłączeniu zamówień wojskowych o 1,3% m/m.
- USA:** Przedstawiciel USA ds. handlu J.Greer powiedział, że po zerwaniu w miniony piątek negocjacji handlowych z Kanadą obie strony nie wróciły jeszcze do rozmów.
- USA/ŚWIAT: Wtorkowa wizyta szefa CIA J.Ratcliffa w Moskwie służyła ostrzeżeniu Rosji przed próbą ataku na państwa NATO – podał dziennik Wall Street Journal.** Z kolei wg informacji Politico ostrzeżenie miało dotyczyć konkretnie ataków lub działań eskalacyjnym przeciwko państwom bałtyckim. J.Ratcliff miał ponadto naciskać na zmniejszenie przez Rosję wsparcia dla Iranu. Agencja Bloomberg poinformowała, że Rosja przygotowuje się do eskalacji ataków na Ukrainę, a negocjacje pokojowe utknęły w martwym punkcie. Według rozmówców agencji W.Putin nie jest skłonny do zakończenia wojny pod presją zachodnich sankcji i ukraińskich ataków na rafinerie i centra logistyczne. Wizyta szefa CIA w Moskwie była pierwszą od listopada 2021, kiedy B.Burns spotkał się z prezydentem W.Putinem by przestrzec przed inwazją na Ukrainę.
- EUR: I.Schnabel (zarząd EBC) powiedziała, że stopy procentowe nadal muszą rosnąć,** ze względu na wydłużający się konflikt na Bliskim Wschodzie oraz silny wzrost gospodarki strefy euro, co generuje ryzyko w górę dla inflacji. Jej zdaniem obecnie jest niewielka szansa, że inflacja wróci do celu w średnim okresie. Źródła Reutersa donosiły w ostatnich dniach, że decydenci w EBC skłaniają się ku podwyżce stóp we wrześniu, ale mają ograniczoną chęć do dalszych ruchów w górę w kolejnych miesiącach. W bazowej prognozie zakładamy, że EBC podniesie stopy we wrześniu o 25pb i będzie to ostatni ruch Banku w tym roku, zaś w przyszłym roku zaostrożenie polityki pieniężnej z tego roku może zostać odwrócone 2 obniżkami po 25pb.

Deflatory PCE w USA



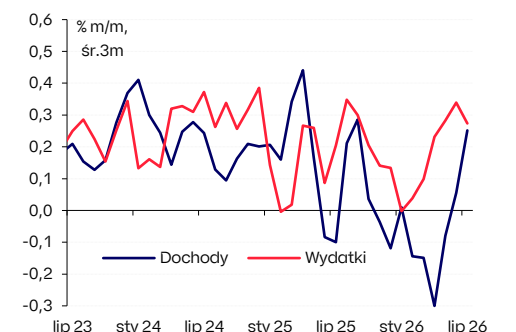
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dekompozycja dynamiki PKB w USA



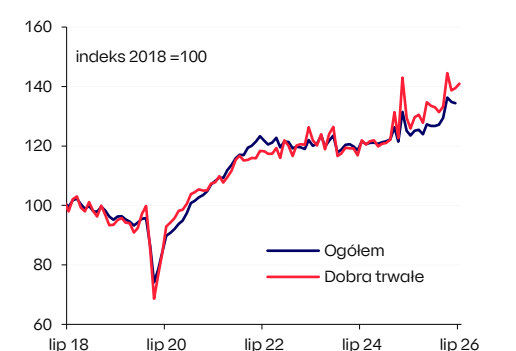
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika realnych dochodów i wydatków Amerykanów



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia na dobra trwałe w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

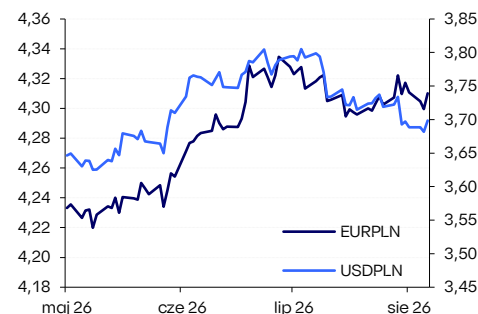
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Minister finansów i gospodarki A.Domarński ocenił, że własna waluta jest jednym z elementów, który w czasach globalnego spowolnienia pomaga Polsce utrzymać wzrost. Wskazał też, że Polska chce współtworzyć zasady światowego porządku w ramach uczestnictwa w pracach grupy G20. Minister wskazał, że słabością numer jeden polskiej gospodarki są ceny energii, czemu przeciwdziałać ma transformacja energetyczna.
- **POL:** Stopień sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto wynosi 75% po wczorajszym przetargu sprzedaży obligacji.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty nieznacznie osłabił się wobec euro i dolara, a kursy EURPLN i USDPLN wzrosły odpowiednio w pobliżu 4,31 oraz 3,70.** Na bazowych rynkach FX dolar nieco się umocnił, a kurs EURUSD obniżył się w pobliżu 1,1650.
- Przy pustym krajowym kalendarzu makroekonomicznym złoty pozostawał pod wpływem impulsów z otoczenia zewnętrznego, w szczególności nieco mocniejszego dolara. **Wsparciem dla amerykańskiej waluty były dane wskazujące na uporczywość inflacji w USA.** Wbrew oczekiwaniom spadku o 0,1pp deflator PCE utrzymał się w lipcu na poziomie 3,7% r/r. **Przełożyło się to na wzrost wycen prawdopodobieństwa wrześniowej podwyżki stóp Fed do ok. 40% z 36% przed publikacją danych.** Zmiany na obserwowanych przez nas parach walutowych były jednak niewielkie i nie wpłynęły na dotychczasowe trendy.
- W czwartek krajowy kalendarz makroekonomiczny będzie pusty, a uwagę globalnych uczestników rynku mogą przyciągnąć cotygodniowe dane o liczbie nowych wniosków o zasiłek dla bezrobotnych w USA. Nie są to jednak publikacje, które przy braku wyraźnego zaskoczenia mogą istotnie zmienić bieżący trend na dolarze. **USD może zatem oscylować w pobliżu nieco wyższych poziomów osiągniętych w środę do czasu piątkowego wystąpienia prezesa Fed K. Warsha na sympozjum w Jackson Hole.** Inwestorzy będą również śledzić ceny ropy, reagując na perspektywy zwiększenia żeglugi przez Cieśninę Ormuz po uzgodnieniu przez Iran i Oman tymczasowego rozwiązania dotyczącego ruchu statków. Spodziewamy się zatem spokojnej sesji, z **EURPLN oscylującym w pobliżu 4,30-4,31 oraz USDPLN w przedziale 3,69-3,70.**
- **W środę rentowności krajowych SPW zmieniły się w zakresie -4/+1pb.** Na rynkach bazowych dochodowości obligacji Niemiec i USA wzrosły o ok. 1/2pb.
- **Ostatnia w sierpniu aukcja krajowych obligacji miała pozytywny przebieg. MF przy dużym popycie uplasowało maksimum oferty (12 mld zł) i dodatkowo ok. 1,25 mld zł na aukcji dodatkowej.** Przez dużą część sesji udana aukcja wraz ze spadającymi cenami ropy wspierała spadki rentowności krajowych SPW, jednak w końcówce notowania dostosowały się do trendów z rynków bazowych. Na tych ostatnich brak pozytywnych zaskoczeń po stronie inflacji PCE z USA nieco ciężył tamtejszym papierom, a w podobnym kierunku w drugiej części dnia zaczęły oddziaływać ceny ropy. Wyraźnie ograniczyły one skalę porannego spadku, gdy okazało się, że umowa Oman-Iran zawiera nieznane zapisy o przychodach, a tym samym jej akceptacja przez USA, przy wyraźnym ich sprzeciwie wobec pobierania opłat za transport po wodach międzynarodowych, będzie zapewne trudna. W kolejnych dniach może to ponownie zwiększyć napięcie i skutkować twardym egzekwowaniem zapowiedzianych w poniedziałek dodatkowych sankcji USA na Iran.
- **Środowa sesja na rynkach FI nie przyniosła przełomu. Wyceny ścieżki stóp NBP, Fed i EBC nie zmieniły się istotnie, podobnie jak obraz ich trendów.** Nie zakładamy, aby publikowany w czwartek protokół z lipcowego posiedzenia EBC wpłynął na wycenę ścieżki stóp procentowych, gdzie rynek z 95% prawdopodobieństwem zakłada ich ponowną podwyżkę we wrześniu br. **Inwestorzy pozostaną więc skoncentrowani na sytuacji w cieśninie Ormuz i będą oczekiwać konkretnych sygnałów deeskalacji, pod które pozycjonowali się w ostatnich dniach.** Przy braku takich informacji stabilizacja rentowności krajowych obligacji skarbowych, z ryzykiem ich niewielkiego wzrostu, będzie w naszej opinii najbardziej prawdopodobnym scenariuszem na czwartek.

Waluty



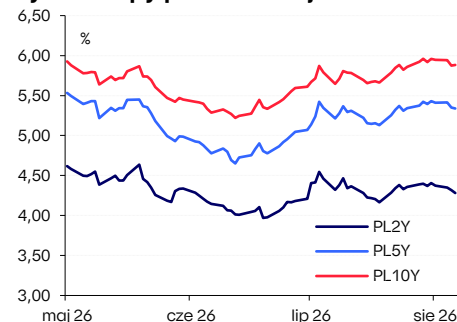
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



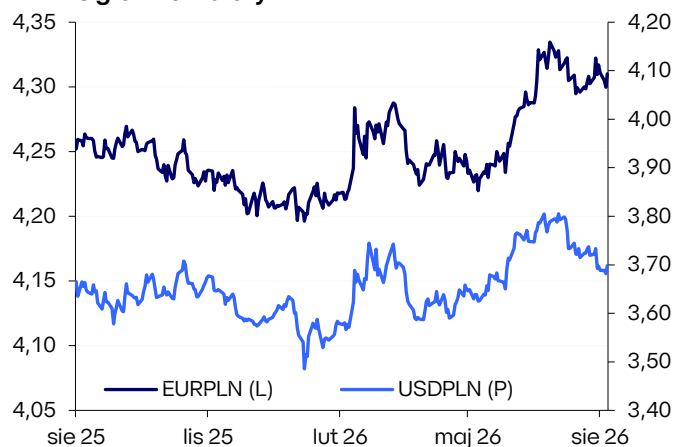
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

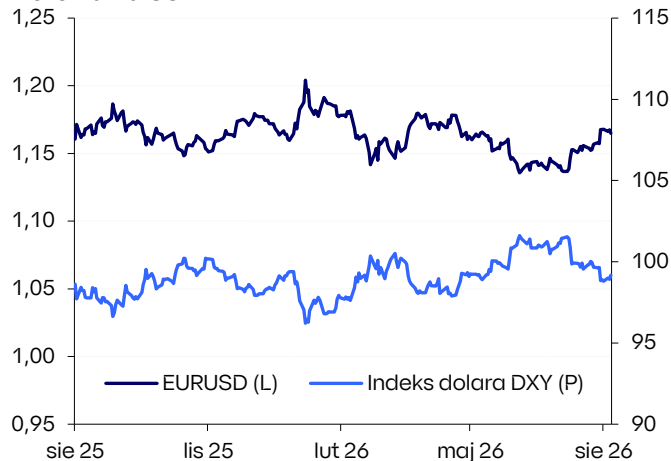
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

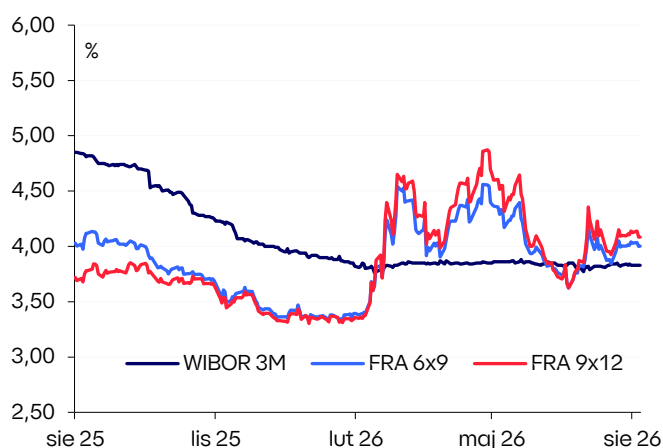
PLN vs główne waluty



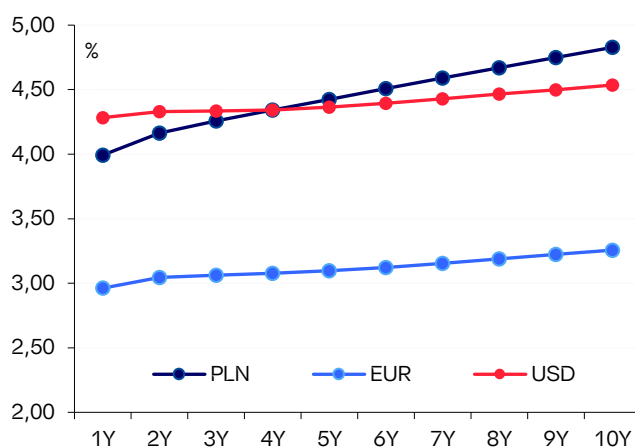
Notowania USD



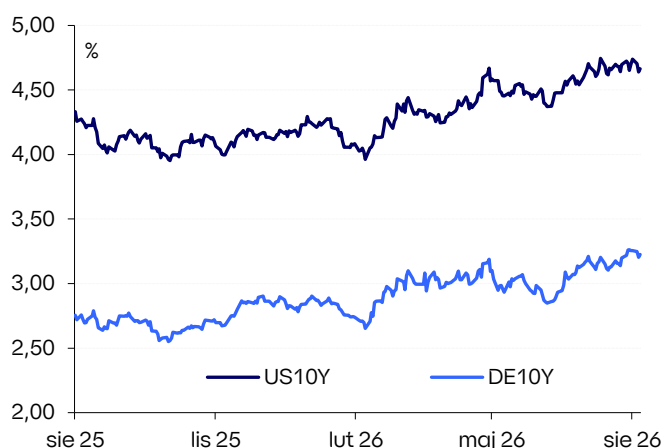
Krótkoterminowe stopy procentowe



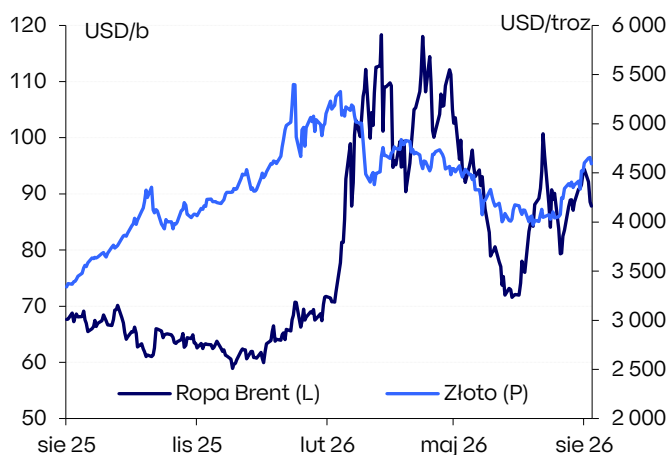
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 21 sierpnia						
GER: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	9:30	pkt.	52,2	52,0	--	54,1
GER: PMI w usługach (sie., wst.)	9:30	pkt.	49,8	50,1	--	48,5
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,9	51,9	--	52,8
EUR: PMI w usługach (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,7	51,6	--	51,7
USA: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	15:45	pkt.	53,9	53,9	--	53,2
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., wst.)	16:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	-15,5
Poniedziałek, 24 sierpnia						
POL: Sprzedaż detaliczna (lip.)	9:30	% r/r	6,2	4,4	4,6	3,9
POL: Podaż pieniądza M3 (lip.)	14:00	% r/r	11,8	11,7	11,9	11,3
Wtorek, 25 sierpnia						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,8	0,9	--	1,0
POL: Stopa bezrobocia (lip.)	9:30	%	5,8	5,9	5,9	5,8
GER: Indeks Ifo (sie.)	10:00	pkt.	86,6	87,2	--	88,8
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,75	5,50	5,50	5,50
USA: Ceny nieruchomości (cze.)	15:00	% r/r	1,6	1,8	--	2,1
USA: Sprzedaż nowych domów (lip.)	16:00	tys.	678	620	--	607
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sie.)	16:00	pkt.	90,8	90,2	--	89,4
ROM: Podaż pieniądza M3 (lip.)	--	% r/r	7,8	--	--	7,6
USA: Pozwolenia na budowę (lip., rew.)	--	mln	1,443	1,443	--	1,433
Środa, 26 sierpnia						
USA: Dochody Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,2	0,2	--	0,2
USA: Wydatki Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,1	--	0,2
USA: Deflator PCE (lip.)	14:30	% r/r	3,7	3,6	--	2,7
USA: Inflacja bazowa PCE (lip.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	3,3
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., wst.)	14:30	% m/m	0,5	0,5	--	1,1
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	2,1	1,5	--	1,5
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	3,2	--	3,4
Czwartek, 27 sierpnia						
EUR: Podaż pieniądza M3 (lip.)	10:00	% r/r	3,3	3,4	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-101,5	-100,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	206	208	--	--
Piątek, 28 sierpnia						
HUN: Saldo handlowe (lip.)	8:30	mld EUR	1,305	--	--	--
HUN: Stopa bezrobocia (lip.)	8:30	%	4,4	4,4	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	2,0	2,0	--
GER: Stopa bezrobocia (sie.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)	11:00	pkt.	96,9	97,6	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)	11:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	55,2	51,0	--	--

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](#)


Centrum
Analiz

Materiał zatwierdził(a): Michał Reczek

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.