



Polska

Komentarz makro-
ekonomiczny

Data

22 września 2025 r.

Arkadiusz Krześniak
Główny Ekonomista
(+48) 22 579 9105

Polska: Komentarz tygodniowy

W Ubiegłym Tygodniu:

Inflacja konsumenta w sierpniu wyniosła 0,0% m/m i 2,9% r/r i była wyższa od wstępnego szacunku GUS, który wynosił -0,1% m/m oraz 2,8% r/r. Według danych GUS w sierpniu ceny żywności i napojów bezalkoholowych spadły o 0,1% m/m i były wyższe o 4,9% r/r, ceny użytkowania mieszkania i nośników energii wzrosły o 0,2% m/m i były wyższe o 4,2% r/r a ceny transportu spadły o 0,4% m/m i były niższe o 5,4% r/r. W sierpniu największy wpływ na wzrost inflacji miały ceny łączności, które wzrosły o 1,4% m/m zwiększając inflację miesięczną o 0,06 pkt. proc., ceny użytkowania mieszkania i nośników energii zwiększyły inflację m/m o 0,03 pkt. proc. a po 0,02 pkt. proc. zwiększył inflację m/m wzrost cen alkoholu i wyrobów tytoniowych, wzrost cen usług ochrony zdrowia oraz cen w restauracjach i hotelach. Na spadek inflacji m/m największy wpływ miał spadek cen odzieży i obuwi (zmniejszył inflację m/m o 0,06 pkt. proc.), transport (-0,04 pkt. proc.), wyposażenia mieszkania (-0,03 pkt. proc.) oraz żywności i napojów bezalkoholowych (-0,02 pkt. proc.).

Inflacja bazowa (z wyłączeniem cen żywności i energii) w sierpniu wyniosła 0,2% m/m i 3,2% r/r i była nieco wyższa od oczekiwanych 3,1% r/r. Nieco wolniejszy od oczekiwań spadek inflacji konsumenta i inflacji bazowej uprawdopodobnia scenariusz obniżki stóp o 25 pb. w listopadzie a nie w październiku br.

Deficyt budżetu Państwa w okresie styczeń-sierpień 2025 r. wyniósł 172,02 mld PLN, czyli 59,6 proc. planu. Dochody budżetowe styczeń-sierpień 2025 r. wyniosły 362,78 mld PLN, czyli 57,3 proc. planu, a wydatki: 534,8 mld PLN, czyli 58 proc. planu. Deficyt budżetu centralnego w porównaniu do analogicznego okresu 2024 r. wzrósł o 72 mld PLN, co wynikało całkowicie ze zwiększenia udziału jednostek samorządu terytorialnego w PIT i CIT począwszy od 2025 r.

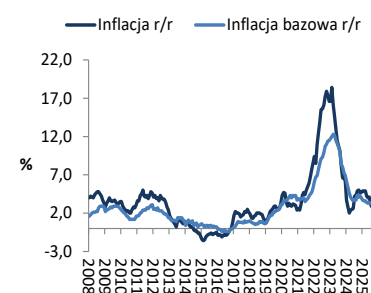
Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu spadło o 1,5% m/m i wzrosło o 7,1% r/r, co było poniżej oczekiwanego przez analityków wzrostu o 7,8% r/r.

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu spadło o 0,2% m/m i zmniejszyło się o 0,8% r/r. Dane dotyczące wynagrodzeń pokazują, że presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw stopniowo słabnie.

Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 7,1% m/m i była wyższa o 0,7% r/r, nieco silniej od oczekiwań rynkowych (0,2% r/r). **Ceny produkcji sprzedanej przemysłu** w sierpniu spadły o 0,4% m/m i były niższe o 1,2% r/r. Ceny produkcji przemysłowej nadal spadają co pokazuje, że presja na zmniejszenie marż w przemyśle utrzymuje się.

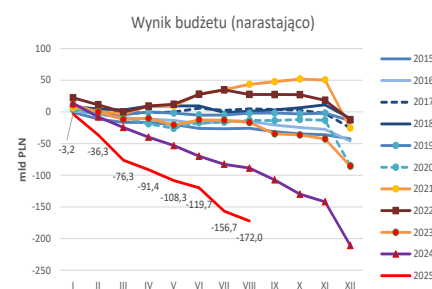
Produkcja budowlano-montażowa w sierpniu spadła o 6,9% r/r i była niższa o 0,6% m/m.

Wykres 1. Inflacja i inflacja bazowa



Źródło: GUS, NBP

Wykres 2. Wynik budżetu Państwa



Źródło: Ministerstwo Finansów

Wykres 3. Przeciętne wynagrodzenie (dynamika r/r)



Źródło: GUS, Deutsche Bank



GLÓWNE WSKAŹNIKI W TYM TYGODNIU:

Data	godzina	wskaźnik/wydarzenie	prognoza DB	Aktualny	Konsensus
22-wrz	10:00	Sprzedaż detaliczna, ceny stałe (sie)	(3,2%)	-0,4% (3,1%)	-0,6% (3,3%)
22-wrz	10:00	Sprzedaż detaliczna, ceny bieżące (sie)	(3,5%)	(3,0%)	(3,3%)
22-wrz	14:00	Podaż pieniądza M3 (sie)	(11,0%)	0,8% (11,1%)	0,8% (11,1%)
26-wrz	10:00	Stopa bezrobocia (sie)	5,5%		5,5%

Źródło: prognozy Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Prognozy kursów walutowych oraz stóp procentowych

	EUR/PLN	USD/PLN	CHF/PLN	GBP/PLN	EUR/USD	Stopa referencyjna	WIBOR 3M*	WIBOR 6M*	EURIBOR 3M	Fed Funds (mid)	Inflacja (Polska)	Rentowność 10L obligacji skarbowych
(koniec okresu)												
wrz-25	4,266	3,644	4,516	4,937	1,171	4,75	4,75	4,58	2,07	4,125	3,2	5,45
paź-25	4,273	3,635	4,489	4,947	1,175	4,75	4,68	4,53	2,10	4,125	3,4	5,35
lis-25	4,279	3,626	4,462	4,957	1,180	4,50	4,60	4,49	2,10	4,125	3,3	5,25
gru-25	4,290	3,575	4,423	4,934	1,200	4,50	4,61	4,44	2,10	3,875	2,6	5,15
sty-26	4,285	3,562	4,399	4,933	1,203	4,50	4,54	4,33	2,15	3,875	2,7	5,10
lut-26	4,280	3,540	4,376	4,917	1,209	4,50	4,47	4,23	2,15	3,875	2,5	5,00
mar-26	4,275	3,533	4,362	4,911	1,210	4,25	4,30	4,12	2,15	3,625	2,5	4,95
kwi-26	4,270	3,514	4,357	4,885	1,215	4,25	4,22	4,08	2,15	3,625	2,3	4,90
maj-26	4,278	3,507	4,365	4,874	1,220	4,25	4,13	4,03	2,15	3,625	2,6	4,90

* - według mapy drogowej opublikowanej przez UKNF odejście od WIBOR ma nastąpić w 2027 r.

Uwaga: W związku z wejściem w życie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/1011 z dnia 8 czerwca 2016 r. w sprawie indeksów stosowanych jako wskaźniki referencyjne w instrumentach finansowych i umowach finansowych lub do pomiaru wyników funduszy inwestycyjnych i zmieniającego dyrektywę 2008/48/WE i 2014/17/UE oraz rozporządzenie (UE) nr 596/2014, sposób ustalania stawek WIBOR oraz ich wysokość może ulec zmianie.

Źródło: Deutsche Bank Polska S.A.



Załącznik 1

Wyłączenie odpowiedzialności

Dodatkowe informacje są dostępne na życzenie

Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że dane zawarte w niniejszej publikacji mają charakter wyłącznie informacyjny, a przedstawiona w niej treść nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, zaproszenia do składania ofert ani rekomendacji do zawarcia transakcji. Niniejsza publikacja nie może być traktowana jako doradztwo ani też nie pełni jakichkolwiek funkcji doradztwa. Wszelkie informacje wykorzystane w niniejszej publikacji zostały pozyskane ze źródeł ogólnie dostępnych, uznanych powszechnie za rzetelne. Deutsche Bank Polska S.A. dołożył należytej staranności w celu zweryfikowania i zaktualizowania informacji zamieszczonych powyżej, jednak w żadnym przypadku nie ponosi odpowiedzialności za ich dokładność ani kompletność jak również za jakąkolwiek szkodę jaką Klient lub osoby trzecie mogą ponieść w wyniku decyzji podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszej publikacji.

Transakcje lub produkty tu wymienione mogą nie być adekwatne dla wszystkich inwestorów. Przed podjęciem decyzji zawarcia transakcji lub nabycia produktu Klient powinien, nie opierając się wyłącznie na informacjach przekazanych w niniejszej publikacji, w sposób niezależny ocenić ryzyko ekonomiczne transakcji i czy jest w stanie je podjąć, jej charakter podatkowy, księgowy oraz prawne konsekwencje transakcji jak również potencjalne korzyści oraz straty z nią związane jak również ocenić charakterystykę rynku. Założenia, symulacje i opinie zawarte w niniejszej publikacji stanowią własny osąd Deutsche Bank Polska S.A./osób go sporządzających aktualny w dacie publikacji tego dokumentu, który może ulec zmianie bez konieczności publikowania tego faktu. Wszelkie prognozy są oparte na założeniach dotyczących warunków rynkowych i nie ma gwarancji, że którykolwiek z prognozowanych wyników może być osiągnięty. Historyczne wyniki nie gwarantują wyników w przyszłości. Deutsche Bank Polska S.A. oświadcza, że informacje zawarte powyżej w żadnym przypadku nie powinny być traktowane przez klienta jako rekomendacja ani doradztwo Deutsche Bank Polska S.A.

Niniejsza publikacja nie może być powielana ani dystrybuowana w jakikolwiek sposób, a w szczególności za pośrednictwem środków masowego przekazu, bez uprzedniej pisemnej zgody Deutsche Bank Polska S.A., al. Armii Ludowej 26, 00-609 Warszawa, zarejestrowany w Sądzie Rejonowym dla m. st. Warszawy, XII Wydział Gospodarczy KRS pod numerem 0000022493, NIP 676-01-07-416, REGON 350526107, kapitał zakładowy 2.368.849.384 zł (opłacony w całości).

Analyst Certification

Poglądy i opinie wyrażone w tym raporcie stanowią odzwierciedlenie własnego osądu niżej podpisanego analityka, który nie otrzymał, ani nie otrzyma jakiegokolwiek wynagrodzenia za umieszczenie konkretnej rekomendacji lub poglądu w tym raporcie.

Arkadiusz Krześniak