

W końcu to Europa pozytywnie zaskakuje

- **W czwartek złoty umocnił się o 0,4% wobec euro i ponad 1% wobec dolara.** Wsparciem dla krajowej waluty była poprawa otoczenia zewnętrznego: spadek cen ropy, silne zwyżki na globalnych rynkach akcji oraz istotne osłabienie dolara po środowym posiedzeniu FOMC. **Presję na USD zwiększył słabszy od oczekiwań szacunek PKB USA za 2q26, który w połączeniu z wyraźnie lepszym od prognoz odczytem PKB strefy euro wsparł EURUSD i pośrednio również złotego.** W efekcie EURPLN naruszył strefę wsparcia 4,30–4,3080, a USDPLN obszar 3,7350–3,75. **Rentowności SPW spadły, szczególnie w krótszych terminach zapadalności,** czemu sprzyjały niższe ceny surowców energetycznych oraz umiarkowany wydzwitek komunikacji Fed. W piątek uwaga krajowych inwestorów skoncentruje się na danych inflacyjnych z Polski. Ewentualny niższy od prognoz odczyt CPI mógłby ograniczyć oczekiwania na podwyżki stóp NBP i wesprzeć krajowy rynek długu. Zakładamy, że **EURPLN ma szansę zakończyć tydzień w pobliżu psychologicznego poziomu 4,30, natomiast USDPLN w przedziale 3,7350–3,75.** W przypadku SPW przestrzeń do spadku rentowności będzie zależała przede wszystkim od skali zaskoczenia w danych inflacyjnych.
- **Po wczorajszym bogactwie publikacji makroekonomicznych, dzisiaj tempo nieco zwalnia.** Globalnie najważniejszą publikacją będzie wstępny odczyt inflacji HICP w strefie euro za lipiec. Konsensus oczekuje niewielkiego wzrostu, do 2,9% r/r z 2,8% r/r w czerwcu, a wczorajsze dane cząstkowe sugerują, że inflacja może się nawet okazać wyższa. To dodatkowo nasiliłoby oczekiwania rynków co do podwyżek stóp przez EBC we wrześniu (wycena prawdopodobieństwa to obecnie ponad 80%), a być może także w kolejnych miesiącach (rynek wycenia kolejną podwyżkę do marca 2027).
- **W Polsce również poznamy wstępne dane o lipcowej inflacji. Oczekujemy jej wzrostu do 3,0% r/r wobec 2,5% r/r w czerwcu.** Chociaż rozstrzał konsensusu nie jest duży, to wg nas niepewność jest spora, potęgowana przez ostatnie silne spadki cen żywności i dynamiczny wzrost cen paliw. Wzrost inflacji na tym etapie raczej nie zaniepokoi RPP, ale naszym zdaniem zmniejszy prawdopodobieństwo (choć nie wykluczy) obniżek stóp w br. Nadal oczekujemy ich jednak w 2027.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

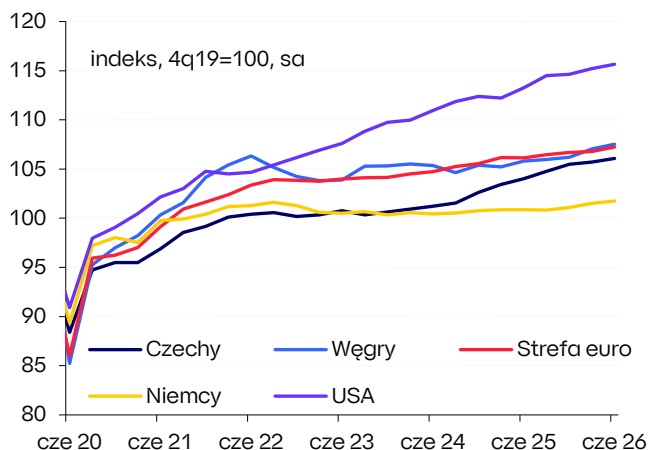
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-07-30	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	146 780	1,3
STOXX Europe 600	650	0,8
S&P500	7 438	1,7
Waluty:		
EURPLN	4,31	-0,4
USDPLN	3,73	-1,0
CHFPLN	4,63	0,1
EURUSD	1,15	0,5
Obligacje:		
PL2Y	4,34	-12
PL5Y	5,30	-7
PL10Y	5,79	-2
DE10Y	3,17	1
US10Y	4,66	4
Surowce:		
Ropa Brent	89	-1,9
Złoto	4102	0,9

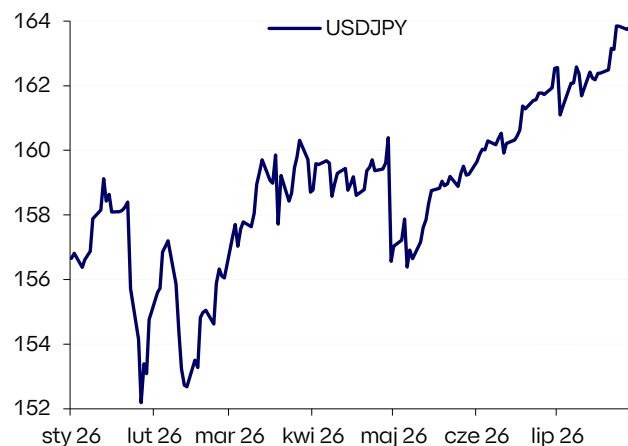
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

W 2q26 wzrost PKB przyspieszył w strefie euro, a spowolnił w USA i regionie CEE



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

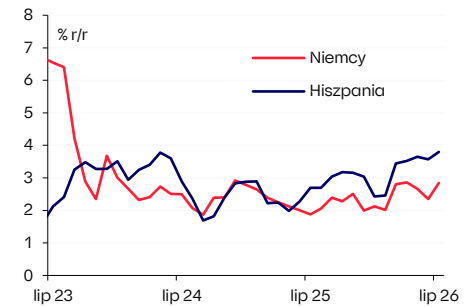
Kurs USDJPY tąpnął o prawie 3% po domniemanej interwencji japońskich władz na rynku



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

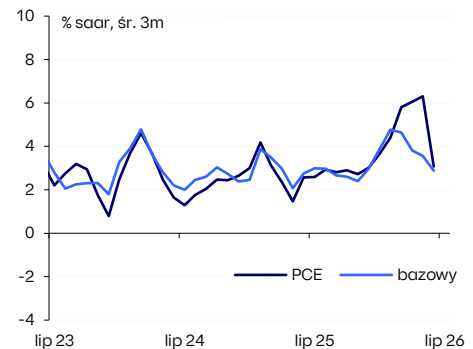
- **ŚWIAT:** D.Trump ogłosił przełom w sprawie Strefy Gazy. Stworzona przez niego Rada Pokoju miała doprowadzić do porozumienia z Hamasem, na mocy którego ten ma się zgodzić na rozbrojenie i innych uzbrojonych grup w Strefie Gazy, w zamian za co siły Izraela wycofają się z jej terytorium. O bezpieczeństwo miałyby dbać międzynarodowe siły stabilizacyjne wraz z „nową” palestyńską policją. **Na polu innego konfliktu – Rosja-Ukraina – D.Trump zasiał wątpliwości odnośnie do tego, czy możliwa będzie produkcja pocisków Patriot za naszą wschodnią granicą.** W rozmowie z FT miał powiedzieć, że nie jest pewien czy USA udzieli Ukrainie licencji na produkcję pocisków.
- **GER:** W lipcu inflacja w Niemczech okazała się nieznacznie wyższa od oczekiwań rynkowych. Według wstępnego szacunku inflacja CPI wzrosła do **2,8% r/r** z **2,3% r/r** w czerwcu (kons.: **2,7% r/r**). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,8%, wobec oczekiwań na poziomie 0,7%. Inflacja bazowa w lipcu wyniosła 2,4% r/r (wobec 2,5% miesiąc wcześniej). W lipcu istotnie przyspieszył wzrost cen energii (8,3% r/r wobec 3,4% r/r w czerwcu i 6,6% r/r w maju). **Jednocześnie wstępny szacunek inflacji HICP wyniósł 2,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami, wobec 2,4% r/r w czerwcu.** W ujęciu m/m wskaźnik HICP wzrósł o 0,9%, nieznacznie powyżej prognoz (0,8%). Wyższa od prognoz była także lipcowa inflacja w Hiszpanii (CPI 3,5% r/r wobec 3,2% r/r w maju, HICP 3,8% r/r wobec 3,6% r/r w maju).
- **USA:** W czerwcu inflacja PCE spowolniła, w ślad za hamowaniem CPI i PPI, a jej odczyt był zgodny z oczekiwaniami analityków. Inflacja PCE wyniosła **3,7% (vs 4,1% w poprzednim miesiącu)**, a inflacja bazowa PCE **3,3% r/r**. Nadal jest to jednak wynik znacząco powyżej celu inflacyjnego Fed (2%), co zdaniem części bankierów centralnych stanowi argument za podwyżką stóp procentowych. W ujęciu miesięcznym inflacja PCE wyniosła -0,1%, a inflacja bazowa PCE 0,1%. Osłabił zatem impet inflacji bazowej PCE i jest na poziomie najniższym od 6 miesięcy (w czerwcu, % m/m saar, śr.3m, wyniósł on 2,9%).
- **USA:** PKB w 2q26 wzrósł o **1,5% q/q saar**, wolniej niż w 1q26 i poniżej prognoz (**2,1% q/q saar**). Głównymi przyczynami spowolnienia były wahania w handlu zagranicznym przez zmiany w stawkach cel – eksport netto obniżył dynamikę PKB o 1pp, przy wzroście importu o 11,5% q/q saar i eksporcie wyższym jedynie o 4,5% q/q saar. Kolejnym źródłem hamowania był spadek przyrostu zapasów, który odjął od rocznej dynamiki PKB 0,7pp. Aktywność była wspierana przez konsumpcję prywatną, która wzrosła o 3,2% q/q saar, częściowo napędzaną przez rozpoczęte w czerwcu mistrzostwa świata w piłce nożnej. Inwestycje pozostają silnym motorem gospodarki, rosnąc o 7% q/q saar. Gospodarka USA jest obecnie pod wpływem zmian w polityce celnej, organizacji mistrzostw świata i inwestycji w AI. Ogólny obraz gospodarczy jest słabszy niż ocenił to Prezes Fed K.Warsh, ale daleki od niepokojącego. **Dane mogą jednak być wykorzystywane jako argumentem co najmniej za opóźnieniem podwyżek stóp Fed.**
- **EUR:** PKB w 2q26 wzrósł o **1,0% r/r** wobec **0,5% r/r** w 1q26 (przed rewizją 0,3% r/r), a wynik okazał się istotnie wyższy od oczekiwań (0,5% r/r). W ujęciu q/q (sa) wzrost przyspieszył do 0,4% względem stagnacji w poprzednim kwartale. Tym samym PKB nie spada już od ponad 3 lat. **Dane potwierdzają wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej po słabym początku roku.** Brak spadku aktywności w 1h26 jest szczególnie pozytywną informacją, ponieważ oznacza, że kumulacja zewnętrznych szoków (wzrost cen ropy, amerykańskie cła, chińska konkurencja) nie doprowadziła do załamania ożywienia, choć na pewno przyczyniła się do jego spowolnienia. **Relatywnie dobry wynik świadczy o rosnącej odporności gospodarki strefy euro**, która adaptuje się do nowych warunków, co daje nadzieję na utrzymanie solidnego impetu w kolejnych kwartałach. Wśród dużych gospodarek dobry wynik odnotowała Hiszpania (0,7% q/q), podczas gdy gospodarki Francji, Włoch i Niemiec wzrosły o 0,2% q/q.
- **GER:** PKB w 2q26 wzrósł o **0,2% q/q (sa)** względem **0,4% q/q** w 1q26 (po rewizji z 0,3%) oraz o **0,9% r/r**, wg wstępnych danych. Wynik okazał się nieznacznie

Inflacja HICP w Niemczech i w Hiszpanii



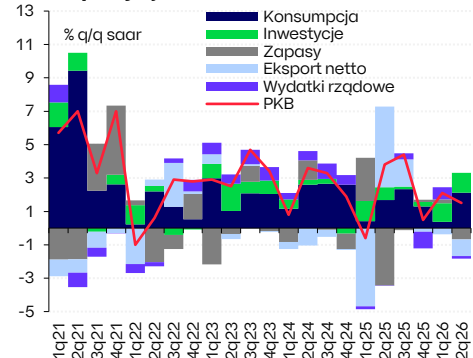
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Inflacja PCE w USA - impet



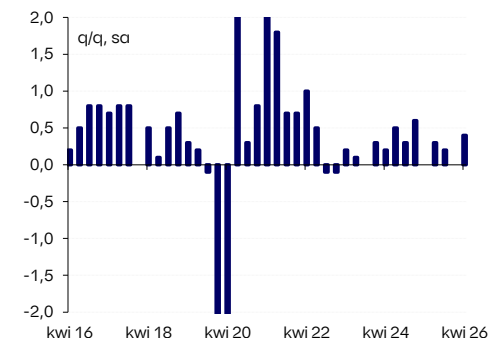
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dekompozycja PKB USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Kwartalna dynamika PKB strefy euro

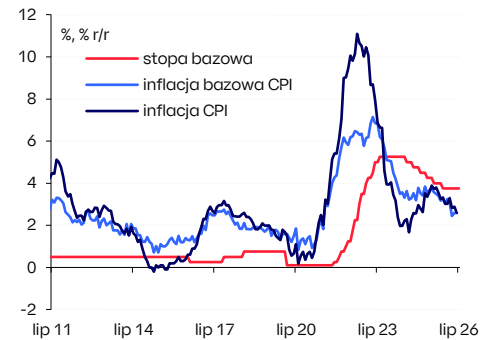


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

lepszy od prognoz. Wzrost kwartalny był napędzany przez wyższy eksport, podczas gdy konsumpcja pozostawała słaba, a inwestycje spadły. Zrewidowano również dane historyczne – zamiast spadku PKB w 2024 o 0,5%, gospodarka pozostawała w stagnacji (0,0%), natomiast wzrost w 2025 utrzymano na poziomie 0,2%.

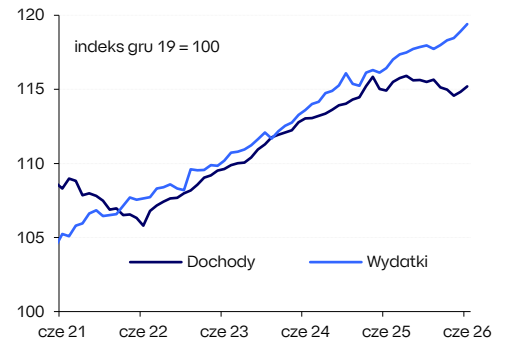
- **UK: BoE pozostawił stopę bazową na poziomie 3,75%, zgodnie z oczekiwaniami, przy czym troje członków opowiedziało się za podwyżką o 25pb.** Inflacja CPI w czerwcu spadła do 2,6%, jednak wg oceny Rady w kolejnych miesiącach ponownie wzrośnie wskutek wyższych cen energii związanych z konfliktem na Bliskim Wschodzie. Bank podkreślił, że dotychczas nie widać istotnych efektów drugiej rundy ani trwałej presji płacowej, a słaby rynek pracy i restrykcyjne warunki finansowe wspierają proces dezinflacji. Jednocześnie ryzyka dla inflacji pozostają skierowane w górę, dlatego **Rada deklaruje gotowość do zaostrzenia polityki pieniężnej, jeśli pojawią się oznaki utrwalenia presji inflacyjnej.** Oceniamy jednak, że skala wzrostu inflacji nie będzie na tyle duża, żeby przekonać większość Rady do podniesienia stóp.
- **USA: Dochody gospodarstw domowych w czerwcu wzrosły o 0,2% m/m (sa) nadal rosnąc wolniej niż wydatki (0,3% m/m).** Spadek deflatora PCE o 0,1% m/m sprawił, że realny wzrost tych kategorii był nieco wyższy. Nie zmienia to jednak ogólnego obrazu sytuacji amerykańskich konsumentów – **realne dochody pozostają w stagnacji od połowy 2025, podczas gdy wydatki utrzymują się w trendzie wzrostowym.** Jest to możliwe dzięki zwiększonemu wykorzystaniu kart kredytowych (co znajduje potwierdzenie w komentarzach do danych Fed) i skutkuje spadkiem stopy oszczędności – w czerwcu do 2,7%, co jest najniższym poziomem od czasów pandemii i kryzysu finansowego w 2008. Dopóki Amerykanie będą mogli polegać na kredytach, konsumpcja w USA będzie rosła, ale w przyszłości może to prowadzić do znacznego spowolnienia popytu.
- **JPN: Zgodnie z oczekiwaniami Bank Japonii utrzymał stopę procentową na poziomie 1,0%.** Decyzja zapadła stosunkiem głosów 8:1, przy jednym głosie za podwyżką stóp. Bardzo prawdopodobne, że do tej podwyżki dojdzie w kolejnych miesiącach. BoJ wydaje się coraz bardziej przekonany co do siły i trwałości ożywienia gospodarczego (prognozę PKB zrewidowano w górę, do 0,6%), jednocześnie nieustannie wskazuje na ryzyko przestrzelenia celu inflacyjnego 2%. Prognoza inflacji na ten rok została wprowadzić zrewidowana w dół, ale do 2,5%. Według spekulacji decyzję poprzedziła interwencja walutowa BoJ wzmacniająca jena – osłabienie waluty jest jednym z czynników ryzyka wskazywanych przez bank w kontekście zagrożeń inflacyjnych.
- **EUR: W lipcu koniunktura gospodarcza znacząco się poprawiła, wracając do poziomu sprzed szoku naftowego. Wskaźnik ESI wzrósł do 96,9 pkt. z 95,4 pkt. w czerwcu.** Poprawa miała szeroki zakres sektorowy. Najsilniejszy wzrost odnotował handel detaliczny, co prawdopodobnie wiąże się z ożywieniem popytu konsumpcyjnego korzystającego na poprawie nastrojów konsumentów. Wzrost widoczny jest także w przemyśle i usługach. Z kolei budownictwo już 7. miesiąc wykazuje pogorszenie koniunktury, co może wynikać z utrzymujących się wysokich kosztów finansowania inwestycji oraz strukturalnych trendów, takich jak przesunięcie środków na inwestycje do przemysłu (energetyka, transport, obronność). **Dobry wynik koniunktury może zapowiadać kontynuację rozwoju gospodarczego w 2h26.**
- **CZE: PKB w 2q26 wzrósł o 0,4% q/q i 2,0% r/r, spowalniając z 2,2% r/r w 1q26,** wg wstępnego odczytu. Wzrost napędzała konsumpcja oraz dodatni wkład eksportu netto, podczas gdy inwestycje miały negatywny wpływ, co oznacza odwrócenie wcześniejszego schematu, gdzie inwestycje były głównym motorem wzrostu, a eksport netto działał hamująco. Po stronie podaży poprawę wspierał przemysł oraz większość sektorów usługowych. Wynik okazał się nieznacznie niższy od oczekiwań, szczególnie ze względu na spadek inwestycji, podczas gdy miesięczne dane o produkcji budowlanej sugerowały ich ożywienie.
- **HUN: PKB w 2q26 wzrósł o 1,7% r/r, tyle samo co w 1q26.** Wstępny odczyt był słabszy od oczekiwań. W ujęciu q/q gospodarka wzrosła o 0,4% (sa). Głównymi

Stopa bazowa na tle inflacji w Wielkiej Brytanii



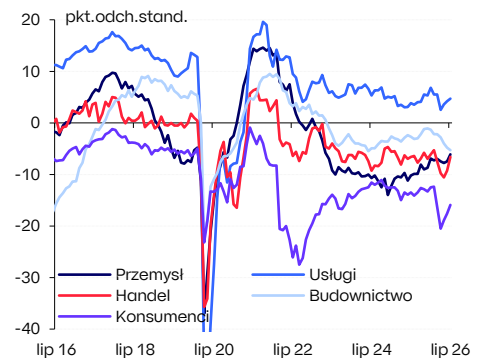
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Sytuacja gospodarstw domowych w USA w ujęciu realnym



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeks ESI w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

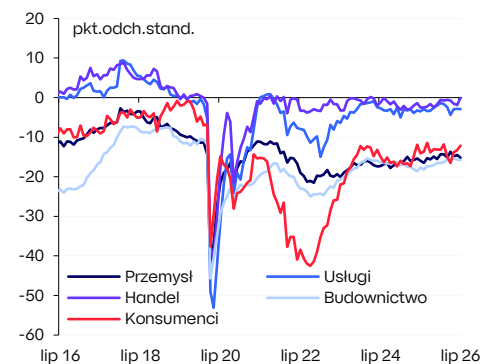
czynnikami wspierającymi PKB były usługi, szczególnie działalność profesjonalna, naukowa, techniczna i administracyjna, oraz przemysł, podczas gdy rolnictwo miało negatywny wpływ. Motorem pozostają nowe moce produkcyjne w sektorze motoryzacyjnym, natomiast efekty niższej inflacji i luzowania fiskalnego nie są jeszcze widoczne w dynamice aktywności gospodarczej.

- **EUR:** Stopa bezrobocia w strefie euro w czerwcu pozostała na poziomie 6,3% (sa), a w UE wyniosła 6,0%. W Polsce stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 3,1% i należała do najniższych w UE. We Włoszech bezrobocie wzrosło do 5,7% z 5,3% w maju, a w Niemczech do 3,9% z 3,8%. W Niemczech widoczny jest stopniowy trend wzrostowy od początku 2023, kiedy stopa bezrobocia wynosiła 3,0%.
- **USA:** Liczba nowych wniosków o zasiłek dla osób bezrobotnych w ostatnim tygodniu wyniosła 197 tys. (sa) wobec 188 tys. tydzień wcześniej, przy oczekiwaniach na wzrost do 200 tys. Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku spadła do 1,782 mln (sa) wobec 1,789 mln tydzień wcześniej. Wzrost liczby nowych bezrobotnych jest jedynie powrotem do standardowych dynamik po silnym spadku tydzień wcześniej. Sytuacja na rynku pracy pozostaje stabilna.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** W lipcu koniunktura gospodarcza mierzona wskaźnikiem ESI nieznacznie się pogorszyła, choć pozostała na wysokim poziomie. Indeks ESI wyniósł 100 pkt., spadając o 0,1 pkt. w porównaniu z czerwcem. Pogorszenie koniunktury dotyczyło głównie przemysłu, co może być związane z drugą falą szoku podażowego, objawiającego się wysokimi cenami transportu i niedoborem części surowców. Przypominamy, że badanie GUS wskazało na poprawę sytuacji w przemyśle, co komplikuje ocenę bieżących trendów. Sytuacja w handlu detalicznym poprawiła się – wyniki ESI znajdują potwierdzenie w innych badaniach i wpisują się w ogólny trend ożywienia w całej Europie, prawdopodobnie związany z lepszymi nastrojami konsumentów. Pozostałe sektory pozostawały praktycznie w stagnacji. **Utrzymujący się wysoki poziom koniunktury na początku 3q26 daje nadzieję na kontynuację solidnego wzrostu gospodarczego, szczególnie widocznego w 2q26 (oczekujemy wzrostu PKB o ok. 4% r/r).**

Indeks ESI w Polsce

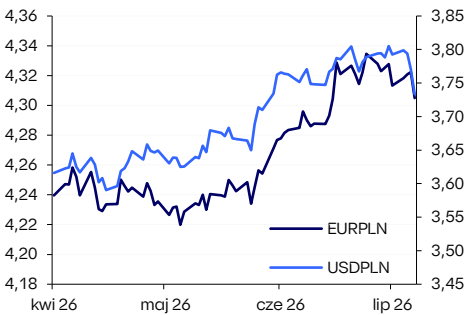


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W czwartek złoty umocnił się o 0,5% wobec euro i ponad 1% wobec dolara, odpowiednio w pobliżu 4,3050 na EURPLN oraz 3,7350 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX istotne osłabienie dolara przełożyło się na wzrost kursu EURUSD w okolice 1,1530.
- Za umocnieniem złotego stała wyraźna poprawa otoczenia zewnętrznego, które w ostatnim okresie ciążyło krajowej walucie. Wzrost cen ropy naftowej wyhamował, na światowych rynkach akcji dominowały silne zwyżki, a dodatkowe wsparcie dla walut rynków wschodzących płynęło z globalnego osłabienia dolara po śródomowym posiedzeniu FOMC. Presję na amerykańską walutę dodatkowo zwiększył słabszy od oczekiwań szacunek PKB USA za 2q26. W połączeniu z wyraźnie lepszym od prognoz odczytem PKB strefy euro premiowało to nie tylko wspólną walutę, lecz pośrednio również złotego. W rezultacie kurs EURPLN naruszył strefę wsparcia w przedziale 4,30–4,3080, a USDPLN strefę wsparcia rozciągającą się od 3,7350 do 3,75. Na bazowych rynkach FX dolar stracił ok. 2,5% wobec jena w związku ze spekulacjami o interwencji japońskich władz na rynku, natomiast EURUSD wybił się górą z krótkoterminowego trendu bocznego, przekraczając poziom 1,15.
- W piątek uwagę krajowych uczestników rynku przyciągnie wstępny odczyt lipcowej inflacji CPI w Polsce. Oczekiwany przez nas wzrost wskaźnika do 3,0% r/r nie powinien w naszej ocenie ciążyć złotemu. Również publikacje makroekonomiczne ze świata, przy braku wyraźnych zaskoczeń, nie powinny zmieniać zarysowującego się trendu deprecjacji dolara. Jeżeli nie dojdzie do ponownej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, kurs EURPLN ma w naszej ocenie szansę zakończyć tydzień w pobliżu psychologicznego poziomu 4,30, natomiast USDPLN w przedziale 3,7350–3,75.
- Na globalnym rynku stopy procentowej czwartkowa sesja przyniosła spadek rentowności obligacji, wyraźniejszy w segmencie krótszych terminów zapadalności. Wsparciem dla wycen papierów był niewielki spadek cen surowców energetycznych oraz umiarkowany wydzźwięk komunikacji Fed po śródomowym posiedzeniu.
- Najważniejszym wydarzeniem piątkowej sesji w kraju będzie publikacja wstępnego szacunku inflacji CPI za lipiec. Zarówno nasza prognoza, jak i konsensus ekonomistów wskazują na wzrost cen o 3,0% r/r. Odczyt powinien sprzyjać krajowemu rynkowi długu, gdyż inwestorzy obawiali się wyższego wyniku, zwłaszcza w kontekście ostatniego wzrostu cen paliw. Nie można wykluczyć, że inflacja zaskoczy nawet nieznacznie w dół i nie przekroczy 3,0% r/r. Taki scenariusz ograniczyłby oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce. Rynek instrumentów pochodnych wycenia obecnie stabilizację stóp NBP w 2026 oraz ich wzrost o łącznie 50pb w 2027. Niższa od oczekiwań presja inflacyjna powinna wspierać scenariusz stabilnej polityki pieniężnej również w przyszłym roku, tworząc przestrzeń do spadku rentowności obligacji. W piątek poznamy także szczegóły sierpniowego planu podaży SPW. W scenariuszu bazowym nadal zakładamy przeprowadzenie dwóch aukcji regularnych, z łączną ofertą zbliżoną do 20 mld PLN oraz jednego przetargu zamiany. Na rynkach globalnych uwaga pozostanie skoncentrowana na sytuacji na Bliskim Wschodzie. Warto zauważyć, że ceny ropy nie wzrosły w czwartek mimo sygnałów wskazujących na możliwość eskalacji napięcia między USA a Iranem. Może to sugerować rosnącą odporność rynku na negatywne informacje napływające z regionu Zatoki Perskiej.

Waluty



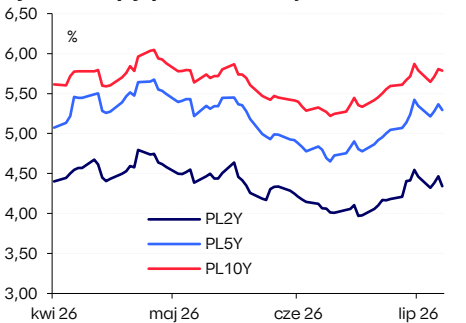
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



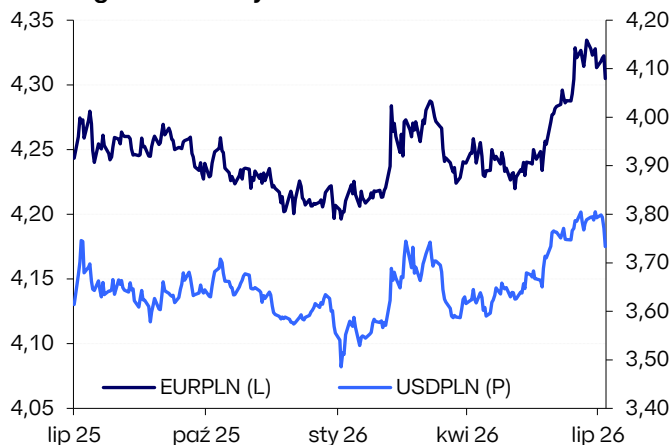
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

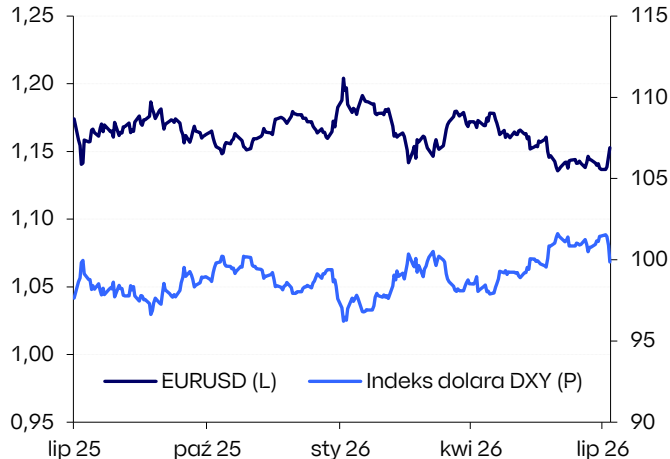
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

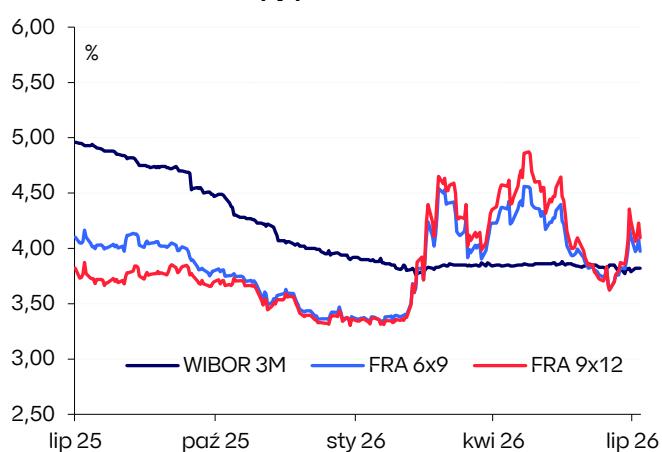
PLN vs główne waluty



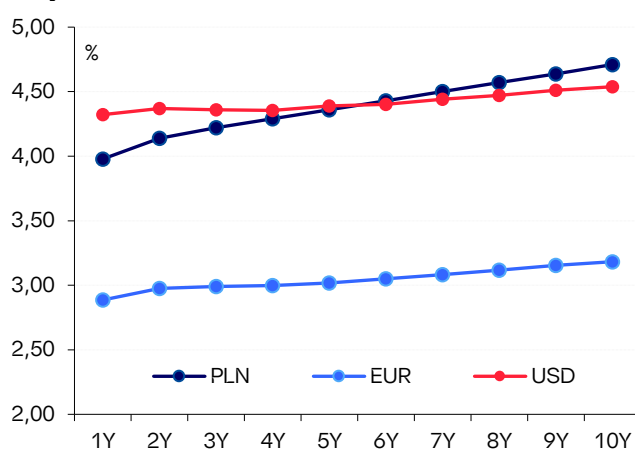
Notowania USD



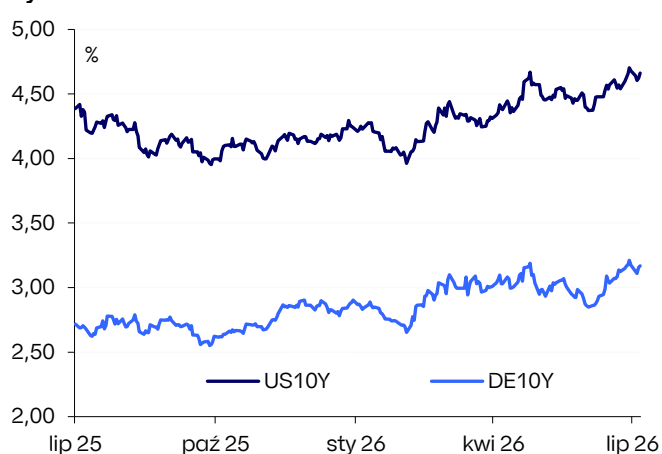
Krótkoterminowe stopy procentowe



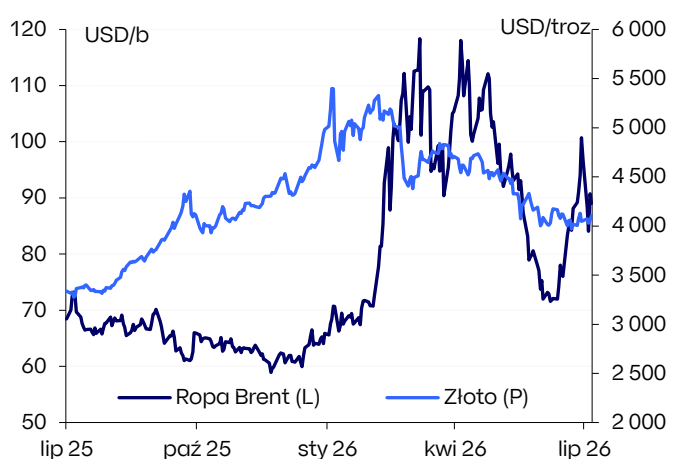
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 lipca						
HUN: Stopa bezrobocia (cze.)	08:30	%	4,3	4,3	--	4,4
GER: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	09:30	pkt.	50,3	50,5	--	52,2
GER: PMI w usługach (lip., wst.)	09:30	pkt.	48,6	49	--	49,6
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	10:00	pkt.	51,4	51,5	--	52,0
EUR: PMI w usługach (lip., wst.)	10:00	pkt.	49,4	49,9	--	51,6
USA: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	15:45	pkt.	53,9	54,4	--	53,8
USA: Sprzedaż nowych domów (cze.)	16:00	tys.	580	605	--	628
Poniedziałek, 27 lipca						
GER: Indeks Ifo (lip.)	10:00	pkt.	85,6	86,0	--	86,6
EUR: Podaż pieniądza M3 (cze.)	10:00	% r/r	3,0	3,3	--	3,3
USA: Zamówienia na dobra trwale (cze., wst.)	14:30	% m/m	-4,0	1,8	--	0,3
Wtorek, 28 lipca						
USA: Bilans handlowy (cze.)	14:30	mld USD	-105,9	-100	--	-101,5
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% r/r	1,1	1,3	--	1,6
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip.)	16:00	pkt.	92,2	92,0	--	90,8
Środa, 29 lipca						
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75
Czwartek, 30 lipca						
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	1,7	1,9	2,8	1,7
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	2,2	2,3	2,0
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	0,7	0,6	--	0,9
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip.)	11:00	pkt.	95,4	96	--	96,9
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., rew.)	11:00	pkt.	-17,6	-15,9	--	-15,9
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,5	0,5	--	1,0
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,75	3,75	3,75	3,75
GER: Inflacja CPI (lip., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,7	--	2,8
USA: Dochody Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	0,2
USA: Wydatki Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	0,3
USA: Deflator PCE (cze.)	14:30	% r/r	4,1	3,7	--	3,7
USA: Inflacja bazowa PCE (cze.)	14:30	% r/r	3,4	3,3	--	3,3
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	188	200	--	197
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	% q/q saar	2,1	2,1	--	1,5
Piątek, 31 lipca						
JPN: Posiedzenie BoJ	5:00	%	1,00	1,00	1,00	1,00
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	9:30	% r/r	2,5	3,0	3,0	--
GER: Stopa bezrobocia (lip.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
EUR: Inflacja HICP (lip., wst.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., rew.)	16:00	pkt.	49,5	54,0	--	--

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): Marta Petka-Zagajewska

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 dolożył 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.