

Nie będzie *forward guidance*

- W ubiegłym tygodniu złoty wyraźnie osłabił się pod wpływem wzrostu regionalnej premii geopolitycznej po doniesieniach dotyczących niespodziewanej wizyty szefa CIA w Moskwie oraz umocnienia dolara, wspieranego przez dane PCE wskazujące na uporczywość inflacji w USA i jastrzębie wystąpienie prezesa Fed K. Warsha w Jackson Hole. W bieżącym tygodniu złoty pozostanie pod wpływem otoczenia geopolitycznego oraz zachowania USD, dla którego kluczowy będzie piątkowy raport z rynku pracy USA. **Bilans szans i ryzyk dla PLN pozostaje lekko negatywny, dlatego oczekujemy testu przez EURPLN strefy 4,34–4,35 oraz wzrostu USDPLN w kierunku 3,76–3,77.** Na krajowym rynku długu miniony tydzień przyniósł zmiany rentowności SPW w zakresie -1/+6 pb, przy wystromieniu krzywej i wzroście spreadu 10Y2Y do 164 pb. Krajowym obligacjom ciążył powrót ryzyk fiskalnych po publikacji założeń budżetu na 2027, zakładających deficyt GG na poziomie 7,1% PKB, co zwiększa ryzyka ratingowe i premię terminową. **Globalnie wysokie prawdopodobieństwo wrześniowych podwyżek stóp Fed i EBC oraz brak przełomu w sprawie Cieśniny Ormuz przesuwają bilans czynników w stronę wyższych rentowności.**
- Globalnie w centrum uwagi wciąż będą doniesienia geopolityczne – z Bliskiego Wschodu i Rosji.** Wśród standardowych danych prym wieść będą te z amerykańskiego rynku pracy za sierpień (pt.) – po spadku NFP w lipcu o 23 tys. m/m i dużych rewizjach w dół oczekiwany jest niewielki wzrost zatrudnienia (ok. 50 tys.), przy stabilizacji bezrobocia (4,1%). Kolejny słaby odczyt mógłby zmniejszyć szansę na podwyżkę stóp Fed we wrześniu. Poza tym poznamy lipcowe JOLTSy (śr.) i finalne sierpniowe odczyty PMI z rynków bazowych.
- W Europie poznamy wstępną inflację HICP z Niemiec (pon.) i ze strefy euro za sierpień (wt.)** – w strefie euro oczekiwany jest jej wzrost do 3,3% r/r z 2,9% r/r, głównie ze względu na energię. Będzie to ostatni odczyt przed posiedzeniem EBC, na którym bank zapewne podniesie stopy o 25pb.
- W kraju kluczowe dane poznamy dziś. Inflacja CPI w sierpniu według nas nieznacznie wzrosła, do 3,2% r/r z 3,0% r/r w lipcu, głównie za sprawą paliw. Szczegółowe dane o PKB za 2q26 wskażą co stało za przyspieszeniem wzrostu do 3,8% r/r z 3,5% r/r w 1q26 – w szczególności wypatrywać będziemy wzrostu inwestycji. Wtorkowy PMI nie powinien mieć wpływu na rynki.**

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

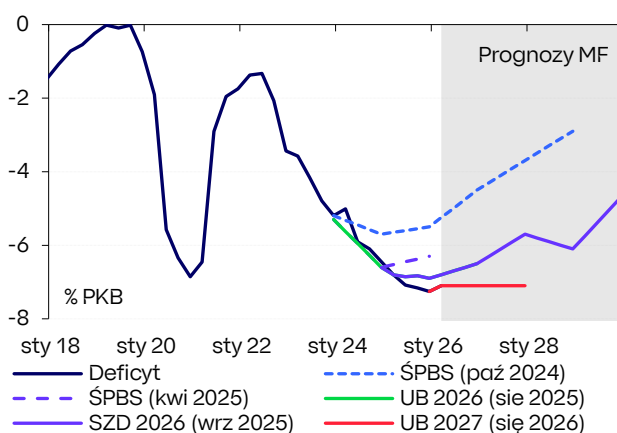
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-08-28	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	151 918	0,6
STOXX Europe 600	655	0,5
S&P500	7 712	-0,2
Waluty:		
EURPLN	4,34	0,1
USDPLN	3,75	0,7
CHFPLN	4,62	0,0
EURUSD	1,16	-0,6
Obligacje:		
PL2Y	4,36	2
PL5Y	5,45	6
PL10Y	6,00	6
DE10Y	3,27	2
US10Y	4,72	5
Surowce:		
Ropa Brent	89	-0,4
Złoto	4453	-3,2

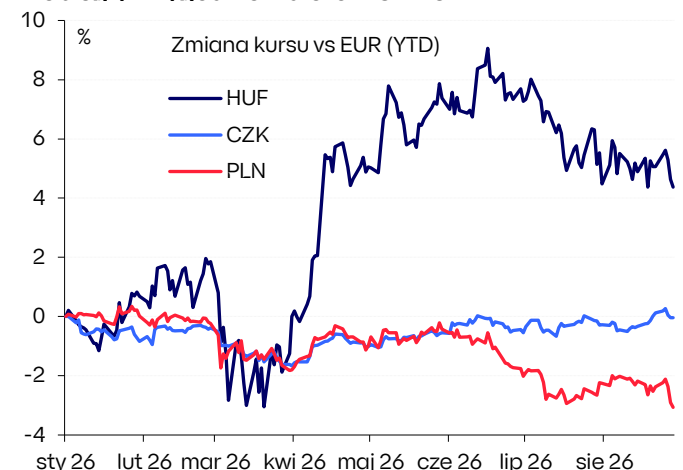
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Prognozy salda fiskalnego (GG) są przez MF regularnie rewidowane w dół – w 2026 i 2027 deficyt ma wynieść 7,1% PKB, co oznacza brak planów konsolidacji



Źródło: MinFin, PKO Bank Polski.

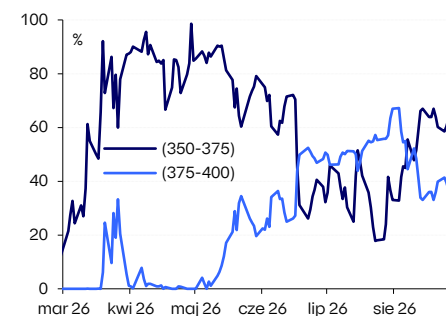
Wzrost regionalnej premii geopolitycznej ciążył w ubiegłym tygodniu walutom CEE-3



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

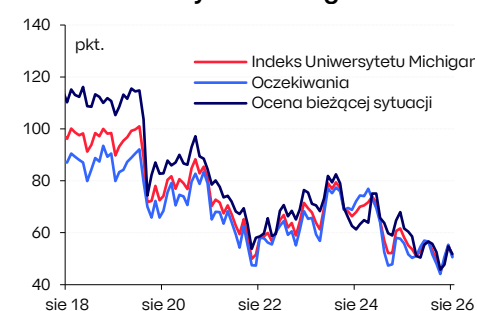
- **ŚWIAT: USA zaatakowały irańskie instalacje rakietowe na wyspie Larak, a następnie Iran wystrzelił rakiety w kierunku amerykańskich baz w Jordanii.** Była to pierwsza wymiana ognia od końca lipca, kiedy D.Trump ogłosił pauzę w atakach na Iran. Atak nastąpił kilka dni po tym jak prezydent USA zapowiedział skupienie się na zwiększaniu presji ekonomicznej. Prezydent D.Trump oznajmił też, że USA podpisały porozumienie z Wenezuelą w sprawie objęcia kontroli nad rezerwami wenezuelskiej ropy (ponad 65 mld USD), które mają zostać wykorzystane do odbudowy rezerw ropy w USA. Wenezuela ma skorzystać na umowie poprzez „100 mld USD amerykańskich inwestycji”, o których ogólnikowo mówił sekretarz stanu M.Rubio.
- **USA: Prezes Fed K.Warsh w wystąpieniu podczas sympozjum w Jackson Hole zaprezentował dość jastrzębie nastawienie, ale jednocześnie nie przedstawił jasnego stanowiska co do przyszłej ścieżki stóp ani funkcji reakcji Fed.** Prezes podkreślał, że inflacja pozostaje podwyższona przez zbyt długi czas, a kwestia cen powinna być obecnie priorytetem Fed. Wskazał, że Fed musi być pewny, że inflacja zmierza do celu, gdyż w przeciwnym wypadku „pozostała jeszcze praca do wykonania”. Jednocześnie ocenił, że wg niego trendy inflacyjne nie poprawiły się znacząco mimo, że ostatnie odczyty PCE i CPI były lepsze od oczekiwań. K.Warsh podkreślał, że 2% cel deflatora PCE pozostaje twardym punktem odniesienia (choć jeszcze miesiąc temu sygnalizował chęć szukania dla niego alternatywy jako celu Fed). Według K.Warsha gospodarka pozostaje zadziwiająco mocna, zarówno ze względu na zdrowo rosnącą konsumpcję, jak i wydatki inwestycyjne, głównie związane z nakładami na AI. Jednocześnie ocenił rynek pracy jako zgodny z drugim celem Fedu, czyli pełnym zatrudnieniem. Trudno byłoby mu powiedzieć, że ogólne warunki finansowe są obecnie restrykcyjne. K.Warsh przedstawił szersze ramy przyszłej polityki Fed, przy czym skupił się głównie na ograniczeniu znaczenia *forward guidance*. Zamiast tego proponuje by Fed jasno komunikował zasady prowadzenia polityki (np. twardy cel inflacyjny, dominującą rolę krótkoterminowych stóp), podejmował decyzje na podstawie bieżących trendów, a nie wcześniejszych zobowiązań i korzystał z niezależnych sygnałów rynkowych (zmiany cen aktywów). Prezes zapowiedział też prace nad lepszymi i dokładniejszymi modelami ekonomicznymi. K.Warsh wyraził optymistyczny pogląd na AI, które może być nowym czynnikiem produkcji i trwale podnieść wydajność – jest to jednak pieśń przyszłości, niemająca wpływu na bieżące decyzje.
- **USA: B.Hamack (Cleveland Fed, z prawem głosu w FOMC) oceniła, że nadszedł czas podwyżek stóp procentowych, a oczekiwanie będzie wiązało się z większymi kosztami.** Jej zdaniem inflacja zakończy rok w okolicy 3%, czyli powyżej celu, warunki finansowe nie są restrykcyjne. W lipcu B.Hamack była jedną z trzech osób w FOMC, które głosowały za podwyżką stóp o 25pb (ostatecznie stopy pozostały bez zmian).
- **USA: Prognozowana skala rewizji rocznej poziomu zatrudnienia wg NFP (w marcu 2026) wynosi –79 tys. etatów (–0,1%), skala zmian jest mniejsza od obaw oraz wyraźnie poniżej rewizji za marzec 2025 (–898 tys.; –0,6%).** Ostateczną skalę dostosowań poznamy wraz z danymi za styczeń 2027, jednak wstępne dane sugerują brak istotnych zmian.
- **USA: Indeks Uniwersytetu Michigan w sierpniu spadł do 51,7 pkt. z 55,2 pkt. w lipcu** – wynika z finalnych danych. Spadek był związany głównie z obawami przed podwyższoną inflacją i obejmował wszystkie grupy polityczne, ale w szczególności ankietowanych skłaniających się ku Republikanom. Mimo tego, oczekiwania inflacyjne (roczne) obniżyły się nieznacznie do 4,0% z 4,2%, a długoterminowe pozostały trzeci miesiąc z rzędu na poziomie 3,3%.
- **EUR: Indeks koniunktury ESI w sierpniu, podobnie jak indeksy Sentix i PMI, odnotował pozytywny wynik.** Indeks nastrojów gospodarczych w strefie euro wzrósł w sierpniu do 98,4 pkt., powyżej oczekiwań na poziomie 97,5 pkt. i wobec 97,1 pkt. w poprzednim miesiącu. Poprawił się wskaźnik nastrojów w przemyśle (–5,3 pkt. wobec –6,1 pkt.) oraz indeks koniunktury w usługach

Rynkowe wyceny stóp Fed na wrześniowym posiedzeniu FOMC



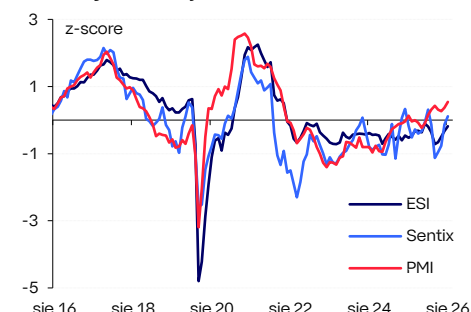
Źródło: FedWatch Tool, PKO Bank Polski.

Indeks Uniwersytetu Michigan



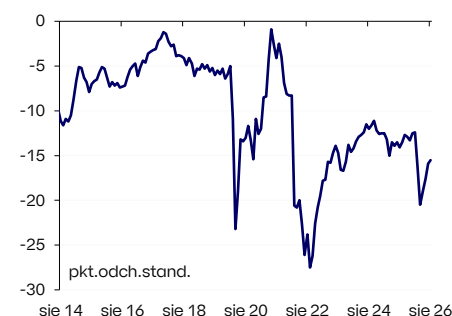
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Indeksy nastrojów w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Koniunktura konsumencka w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

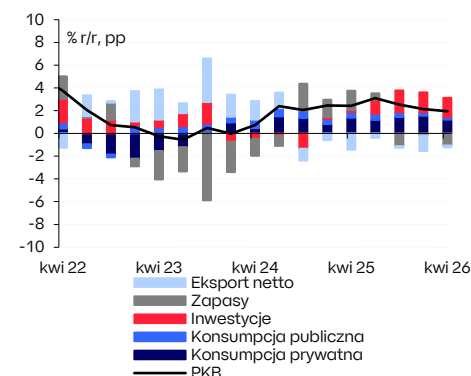
(5,8 pkt. wobec 5,1 pkt.). W ujęciu miesięcznym najmniej poprawiły się nastroje w budownictwie, a najsilniej w handlu.

- **EUR: Indeks zaufania konsumentów w sierpniu poprawił się** do -15,5 pkt. wobec -15,9 pkt. w lipcu, potwierdzając wstępny szacunek, jednak nie powrócił jeszcze do poziomu sprzed wybuchu konfliktu na Bliskim Wschodzie. Poprawa nastrojów pozwala liczyć na wzrost popytu wewnętrznego i lepszą koniunkturę gospodarczą w 2h26.
- **CHN: Oficjalny PMI dla przetwórstwa w sierpniu nieznacznie wzrósł** do 49,8pkt. z 49,2pkt. w lipcu. Subindeksy produkcji i nowych zamówień wzrosły powyżej neutralnego poziomu 50 pkt. Wskaźnik PMI poza przetwórstwem (gł. usługi i budownictwo) w sierpniu pozostał bez zmian na poziomie 49 pkt.
- **CZE: PKB w 2q26 wzrósł o 0,4% q/q i 1,9% r/r, spowalniając z 2,2% r/r w 1q26.** Zrewidowane dane były gorsze od wstępnego szacunku (2,0% r/r) i prognozy banku centralnego (2,2% r/r). Głównymi czynnikami wzrostu w ujęciu r/r były konsumpcja prywatna (+1,1 pp), konsumpcja publiczna (+0,2 pp) i inwestycje (+1,7 pp). Zapasy miały wpływ ujemny (-1,3 pp).
- **HUN: Stopa bezrobocia** w lipcu wzrosła do 4,5% z 4,4% w czerwcu. Jak na razie poprawa nastrojów gospodarczych po zmianie władzy w maju nie przełożyła się na rynek pracy i wzrost popytu na pracę. Zatrudnienie kontynuuje spadki – w lipcu spadło o 0,8% r/r.
- **GER: Stopa bezrobocia** w sierpniu wyniosła 6,4% r/r zgodnie z oczekiwaniami i tak samo jak w poprzednim miesiącu. Liczba osób poszukujących pracy wzrosła o 3,6 tys., mniej niż miesiąc wcześniej (6,0 tys.).

WYDARZENIA KRAJOWE:

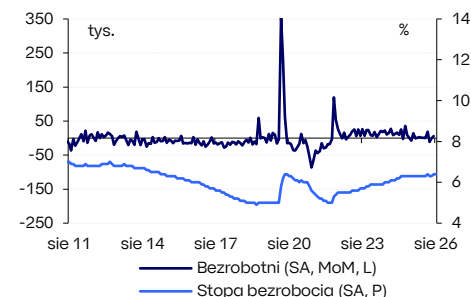
- **POL: Rząd przyjął projekt ustawy budżetowej na 2027 (UB27).** Ministerstwo Finansów oczekuje, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2026 wyniesie 7,1% PKB, czyli więcej niż wcześniej zakładało (6,8% PKB), i utrzyma się na tym samym poziomie w 2027. Po raz kolejny były to prognozy głębszego deficytu niż oczekiwało wcześniej MF oraz głębsze od naszych dotychczasowych prognoz (7,1% PKB w 2026 i 6,7% PKB w 2027). **Deficyt samego budżetu centralnego ma w 2027 zamknąć się w kwocie 282,6 mld PLN wobec limitu 271,7 mld PLN na 2026.** Dochody budżetu państwa w 2027 planowane są na 695 mld PLN, a ich przewidywane wykonanie w 2026 na 626,6 mld PLN (20,6 mld PLN mniej niż zakładano w ustawie budżetowej na 2026). Mimo przewidywanych niższych dochodów w 2026 **rząd nie przewiduje nowelizacji budżetu**, m.in. za sprawą zwyczajowych naturalnych oszczędności (mniejszych ostatecznych wydatków od planowanych). Za niższe (niż w UB26) przewidywane tegoroczne dochody odpowiada przede wszystkim VAT (o 9,5 mld PLN, m.in. za sprawą CPN) i akcyza (o 8,8 mld PLN; efekt zawetowania ustawy podwyższającej stawki). W przypadku CIT wpływy mają być zgodne z założonymi w ustawie. **W projekcie uwzględniono już rządowe propozycje zmian podatkowych**, m.in. reformę skali PIT, podwyższenie CIT, daniny solidarnościowej i zmiany w ryczałcie oraz procedowane zmiany w akcyzie. Zakładane dynamiki dochodów na 2027 oceniamy jako realistyczne (przy założeniu wejścia w życie odpowiednich ustaw), **poza VATem, dla którego prognozę oceniamy jako bardzo ambitną.** W UB27 oczekiwany jest wzrost wpływów z VAT w 2027 o 9,5% wobec przewidywanego wzrostu o 3,5% w 2026 oraz w otoczeniu hamowania nominalnego PKB i niskiej luki VAT. Projekt budżetu kolejny rok z rządu nie zakłada wpłaty zysku NBP. Dochody ogółem w 2027 mają wzrosnąć do 15,8% PKB z 15,1% PKB w 2026. Po stronie wydatków oczekiwany jest wzrost do 22,2% PKB z 22,1% PKB w 2026. Na obronność (łącznie z budżetu i FWSZ) przeznaczono 202,9 mld PLN (4,62% PKB) wobec 201 mld PLN (4,83% PKB) wg UB26. Innymi ważnymi pozycjami kosztowymi będą program 800+ (60,8 mld PLN), finansowanie ochrony zdrowia z budżetu (73,0 mld PLN), trzynasta i czternasta emerytura (32,1 mld PLN) oraz obsługa długu (107 mld PLN). **Koszty obsługi długu wzrosną (o 17 mld PLN r/r) ze względu na zwiększenie jego wolumenu oraz spadek udziału obligacji emitowanych w okresie niskich stóp w 2020 i 2021.** Potrzeby pożyczkowe brutto w 2027

Dekompozycja dynamiki PKB Czech



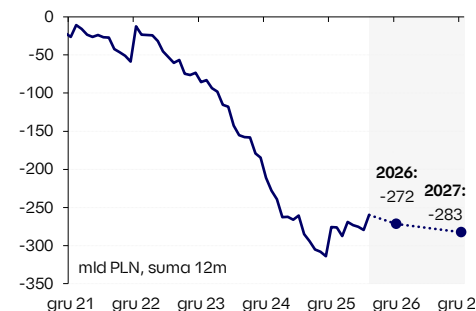
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia w Niemczech



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Wynik budżetu centralnego oraz limity z ustaw budżetowych na 2026 i 2027 (projekt)



Źródło: Macrobond, MF, PKO Bank Polski.

Prognozowane wpływy budżetowe*

	2025	UB26	PV26	UB27
mld PLN				
Dochody	594,5	647,2	626,6	695,0
VAT	321,6	341,5	332,0	363,7
PIT	28,8	32,0	30,2	33,4
CIT	63,7	80,4	80,4	94,6
akcyza	92,5	103,3	94,5	100,1
% r/r				
Dochody		8,9	5,4	10,9
VAT		6,2	3,2	9,5
PIT		11,4	5,2	10,4
CIT		26,3	26,2	17,7
akcyza		11,6	2,1	5,9

Źródło: MF, PKO Bank Polski. *UB = ustawa budżetowa, PV = przewidywane wykonanie

mają obniżyć się do 565 mld PLN wobec planowanego wykonania w 2026 na poziomie „poniżej 600 mld PLN” (w UB26 planowano 688 mld PLN). **Potrzeby pożyczkowe netto mają z kolei w 2027 wynieść 317 mld PLN wobec planowanego wykonania w 2026 na poziomie 320 mld PLN** (w UB26 zapisano 422,9 mld PLN). **Rzeczywiste potrzeby pożyczkowe netto w 2027 mogą być wyższe niż w 2026**, gdyż w obecnym roku w ich skład wchodzi pożyczki z UE (KPO) w kwocie 45,8 mld PLN, których w 2027 już nie będzie. Oceniamy, że rzeczywista realizacja potrzeb pożyczkowych w 2027 może być jednak, podobnie jak w poprzednich latach, niższa od zakładanej, m.in. za sprawą większego nacisku na emisje przez fundusze pozabudżetowych, nieobjęte w definicji PDP. Założenia makroekonomiczne przyjęte do prognoz nie odbiegają od naszych prognoz ani od konsensusu rynkowego (Bloomberga) – a więc pozostają neutralne dla ryzyka realizacji budżetu. Rząd nie przewiduje by w 2027 naruszone zostały progi ustawowe lub konstytucyjne limitu długu do PKB. Państwowy dług publiczny (zgodny z art. 38a pkt. 3 UoFP), będzie jednak blisko przekroczenia limitu 55% – w 2026 ma on wzrosnąć do 51,9% PKB, a w 2027 do 54,8% PKB. **Publikacja projektu budżetu potwierdza, że na konieczną (i wymienianą przez agencje ratingowe) konsolidację fiskalną będziemy musieli poczekać przynajmniej do 2028.**

Prognozy makroekonomiczne w projekcie ustawy budżetowej na 2027 – wobec prognoz PKO BP i konsensusu Bloomberga (BBG)

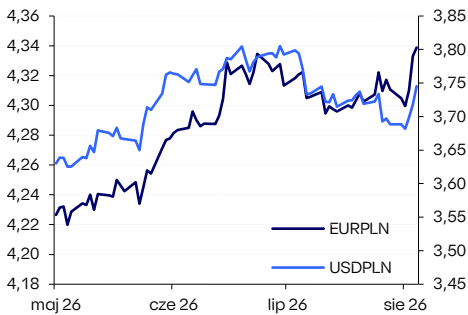
	2026			2027		
	UB 27	PKO BP	kons. BBG	UB 27	PKO BP	kons. BBG
PKB	3,6	3,5	3,5	3,0	2,8	3,0
Spożycie prywatne	3,0	3,1	3,0	2,9	3,0	3,0
Inwestycje	6,4	10,0	7,1	4,2	1,7	4,1
Bezrobocie rejest. (ko)	6,0	5,8	5,9	6,0	5,7	5,8
Inflacja CPI (sr.)	3,0	3,2	3,0	2,8	3,0	2,8
Place w GN	6,4	6,4		5,9	5,5	
Nominalny PKB	6,2	7,0		5,9	6,0	

Źródło: MF, Bloomberg, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W ubiegłym tygodniu złoty osłabił się o 2,5 gr wobec euro i 5,5 gr wobec dolara, a kursy EURPLN i USDPLN wzrosły odpowiednio w pobliżu 4,34 oraz 3,7450. Na bazowych rynkach FX dolar się umocnił, a kurs EURUSD zniżkował w okolice 1,1580.
- Pierwsza część tygodnia sprzyjała aprecjacji złotego dzięki solidnym danym makroekonomicznym z Polski i Niemiec oraz korzystnemu otoczeniu zewnętrznemu. Ceny ropy spadały w oczekiwaniu na pozytywny rezultat negocjacji dotyczących zwiększenia żeglugi przez Cieśninę Ormuz. W rezultacie w środę EURPLN testował psychologiczny poziom 4,30, a USDPLN zszedł poniżej 3,68. Druga część tygodnia przyniosła jednak wyraźne osłabienie złotego pod wpływem wzrostu regionalnej premii geopolitycznej po doniesieniach dotyczących niespodziewanej wizyty szefa CIA w Moskwie. Krajowej walucie ciążył również mocniejszy dolar, wspierany przez dane PCE wskazujące na uporczywość inflacji w USA oraz jastrzębie wystąpienie prezesa Fed K. Warsha w Jackson Hole. W rezultacie EURPLN wzrósł w kierunku strefy oporu 4,34–4,35, a USDPLN powrócił w obręb średnioterminowego kanału wzrostowego, negując wcześniejsze wybicie dołem.
- Publikowane w poniedziałek dane z Polski – wstępny odczyt sierpniowej inflacji CPI oraz finalny PKB za 2q26 – mogą istotnie wpłynąć na notowania złotego jedynie w przypadku wyraźnych odchyśleń od oczekiwań. W dalszej części tygodnia krajowa waluta pozostanie głównie pod wpływem otoczenia zewnętrznego. Zakładamy, że wpływ regionalnego ryzyka geopolitycznego osłabnie, a uwaga inwestorów przesunie się na zmiany w cenach ropy oraz zachowanie dolara. Dla USD istotna będzie seria danych z USA, zwieńczona piątkowym raportem z rynku pracy. Bilans szans i ryzyk dla złotego pozostaje lekko negatywny, dlatego w horyzoncie tygodnia oczekujemy testu przez EURPLN strefy oporu 4,34–4,35 oraz wzrostu USDPLN w kierunku 3,76–3,77.
- W minionym tygodniu rentowności krajowych SPW zmieniły się w zakresie -1/+6pb. Na rynkach bazowych dochodowości obligacji Niemiec wzrosły o 2/5pb, a papierów USA zmieniły się o -2/+12pb.
- Brak przełomu na Bliskim Wschodzie, pod który inwestorzy pozycjonowali się na początku tygodnia, w jego drugiej części odwrócił spadkowy trend na rynku ropy i długu. Między rynkami FI widoczne były jednak różnice. W USA krzywa uległa wypłaszczeniu po jastrzębim wystąpieniu szefa Fed w Jackson Hole, które podniosło wyceniane prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki stóp Fed z ok. 40% do 57%. Podobny kierunek krzywej miał miejsce w Niemczech, czemu sprzyjały jastrzębie wypowiedzi przedstawicieli EBC. W przypadku polskich SPW krzywa uległa wystromieniu, a spread 10Y2Y wzrósł do 164pb, gdy do głosu ponownie doszły ryzyka fiskalne i wzrosła premia terminowa. W naszej opinii było to efektem publikacji założeń budżetu na 2027, zakładających deficyt GG na poziomie 7,1% PKB, co nie wskazuje na rozpoczęcie konsolidacji fiskalnej i zwiększa ryzyka ratingowe. Warto dodać, że po minionym tygodniu średnioterminowe trendy rentowności pozostają wzrostowe, a ustanowione w piątek wielomiesięczne maksima Bundów i polskich obligacji 10-letnich mogą otwierać drogę do dalszych wzrostów.
- Publikowany dzisiaj wstępny CPI z Polski za sierpień może wpłynąć na krajowe SPW jedynie przy znaczącym odchyleniu od konsensusu. Globalnie istotne pozostaną ceny ropy i związana z nimi perspektywa udrożnienia cieśniny Ormuz, gdzie przełomu nie widać. Obligacjom z rynków bazowych będą ciążyć wysokie prawdopodobieństwa wrześniowych podwyżek stóp EBC oraz Fed, a tylko bardzo słabe dane z rynku pracy USA mogłyby tę wycenę zmienić. Finalnie zatem bilans czynników pozostaje globalnie przesunięty w kierunku wyższych rentowności i dopiero wyraźny przełom na Bliskim Wschodzie mógłby go istotnie zmienić.

Waluty



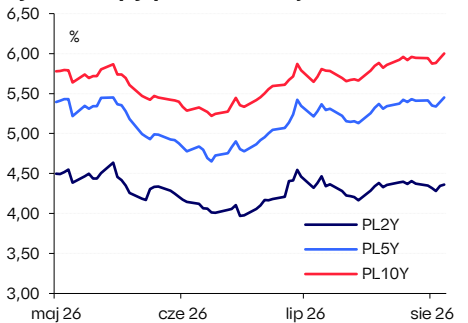
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



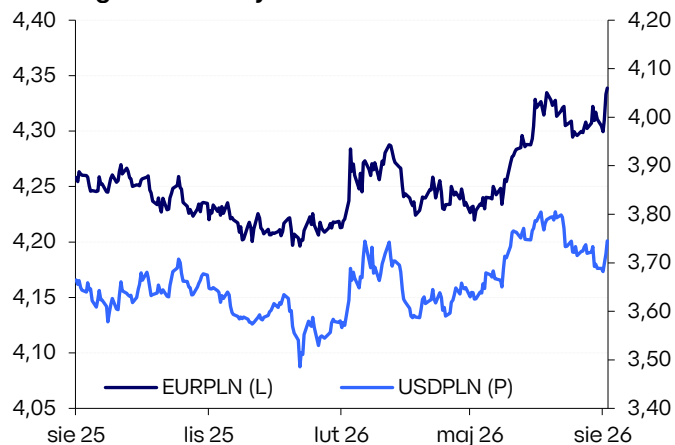
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

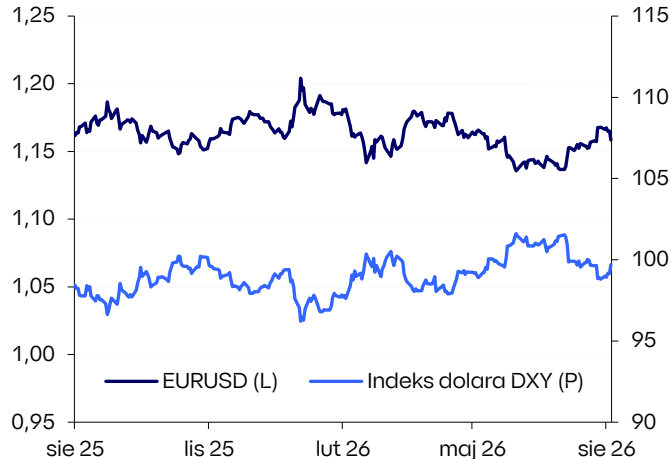
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

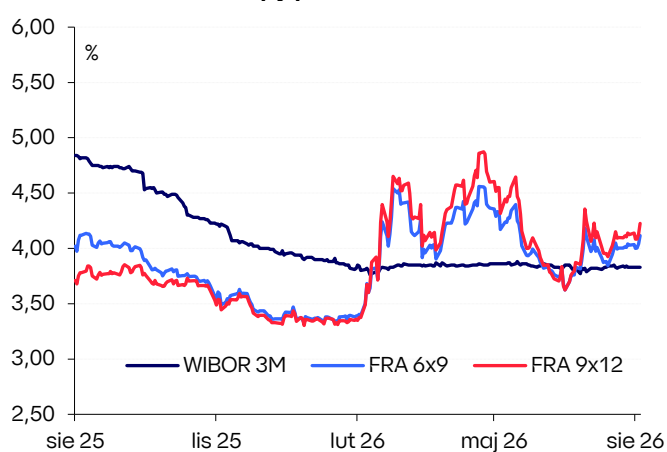
PLN vs główne waluty



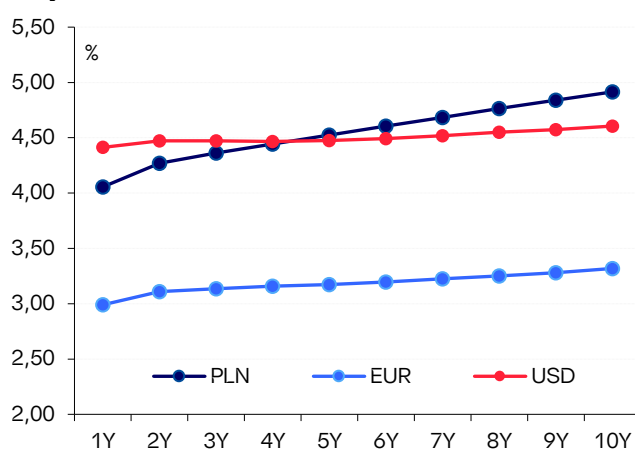
Notowania USD



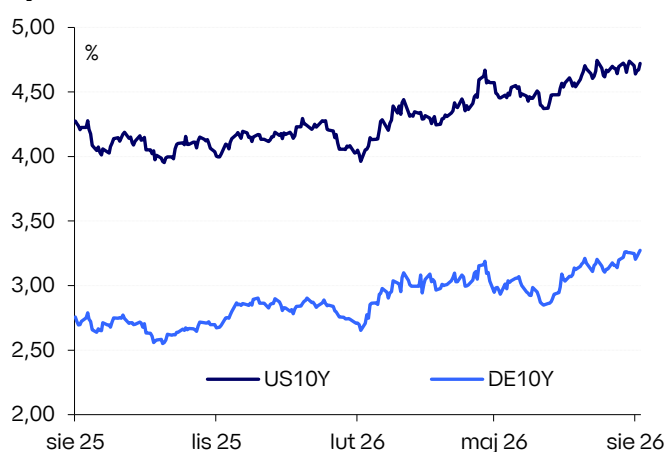
Krótkoterminowe stopy procentowe



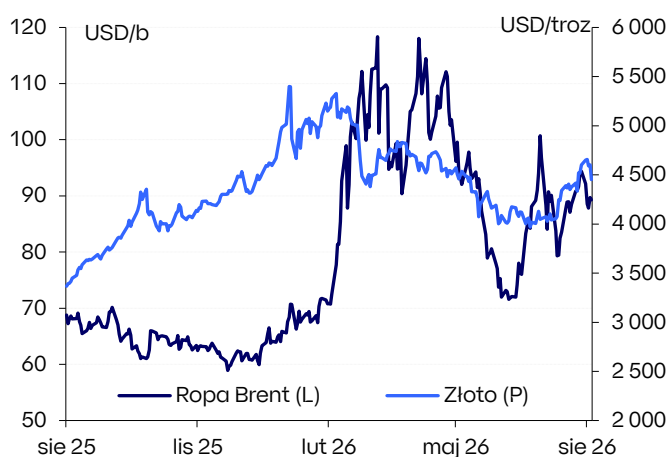
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 sierpnia						
GER: Stopa bezrobocia (sie.)	9:55	%	6,4	6,4	--	6,4
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)	11:00	pkt.	96,9	97,6	--	98,4
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)	11:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	-15,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	55,2	51,0	--	51,7
Poniedziałek, 31 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:30	% r/r	3,0	3,1	3,2	--
POL: Wzrost PKB (2q)	9:30	% r/r	3,5	3,8	3,8	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (lip.)	10:00	% r/r	6,1	--	--	--
GER: Inflacja CPI (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,8	3,0	--	--
GER: Inflacja HICP (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,8	3,1	--	--
Wtorek, 1 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (sie.)	3:45	pkt.	50,9	51,2	--	--
ROM: Stopa bezrobocia (lip.)	8:00	%	6,3	--	--	--
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	1,7	1,7	--	--
POL: PMI w przetwórstwie (sie.)	9:00	pkt.	49,0	49,8	49,7	--
GER: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	9:55	pkt.	52,2	54,1	--	--
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,9	52,8	--	--
EUR: Inflacja HICP (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,9	3,3	--	--
EUR: Inflacja bazowa (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,5	2,5	--	--
USA: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	15:45	pkt.	53,9	53,2	--	--
USA: ISM w przetwórstwie (sie.)	16:00	pkt.	55,6	55,2	--	--
USA: Raport JOLTS (lip.)	16:00	mln	7,359	7,31	--	--
Środa, 2 września						
USA: Raport ADP (sie.)	14:15	tys	44	47	--	--
USA: Zamówienia fabryczne (lip.)	16:00	% m/m	-0,3	0,7	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., rew.)	16:00	% m/m	1,1	1,1	--	--
Czwartek, 3 września						
GER: PMI w usługach (sie., rew.)	9:55	pkt.	49,8	48,5	--	--
EUR: PMI w usługach (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,7	51,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (lip.)	11:00	% r/r	4,6	5,4	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-73,3	-90,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (.)	14:30	tys	203	205	--	--
Piątek, 4 września						
GER: Zamówienia fabryczne (lip.)	8:00	% m/m	3,1	0,3	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	6,5	10,5	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)	11:00	% r/r	0,7	1,1	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	-23	55	36	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,2	3,0	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--

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](#)



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 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.