

Zatrudnienie w USA zaskakuje w górę, D.Trump wzywa do obniżek stóp

- W ubiegłym tygodniu złoty umocnił się o 3 gr wobec euro oraz 3,5 gr wobec dolara, natomiast na krajowym rynku długu doszło do silnego wzrostu rentowności obligacji w ślad za rynkami globalnymi. PLN wspierały mocniejsze dane o PKB za 2q26, wyższa inflacja CPI i związane z nimi ograniczenie oczekiwań na obniżki stóp NBP, a także słabszy globalnie dolar. W bieżącym tygodniu kluczowe dla rynków będą posiedzenia RPP i EBC oraz piątkowy CPI z USA. **Przy stonowaniu jastrzębich oczekiwań rynku wobec EBC i podtrzymaniu przez RPP przekazu o braku przestrzeni do obniżek stóp widzimy potencjał do zejścia EURPLN w okolice 4,29–4,30 oraz USDPLN do 3,68–3,70. Na rynku FI zakładamy utrzymanie podwyższonych rentowności SPW, blisko 4,55% dla 2Y oraz ok. 6,10% dla 10Y.** Presję na krzywą będą podtrzymywać brak przełomu na Bliskim Wschodzie, w pełni wyceniona podwyżka stóp EBC i ryzyko utrzymania jastrzębiej wyceny ścieżki Fed, choć przekaz RPP może lekko wspierać krajowy dług, jeśli ograniczy oczekiwania na zacieśnianie polityki pieniężnej w Polsce.
- Wydarzeniem tygodnia będzie czwartkowe posiedzenie EBC**, na którym powszechnie oczekiwana jest kolejna podwyżka stóp o 25pb, do 2,50% dla stopy depozytowej. Jej uzasadnieniem będzie wywołany przez szok energetyczny wzrost inflacji, który rodzi obawy o odkotwiczenie oczekiwań. Jednocześnie, zdaniem bankierów, taki ruch nie zaszkodzi lekko rosnącej gospodarce. Dla przyszłej ścieżki stóp istotna będzie nowa projekcja EBC.
- W USA w centrum uwagi znajdzie się piątkowa publikacja inflacji CPI za sierpień** (my oczekujemy spadku do 3,3% r/r, a konsensus stabilizacji na poziomie 3,4% r/r), która może przesądzić o ewentualnej podwyżce stóp na posiedzeniu 16 września.
- W kraju oczekujemy stabilizacji stóp na śródownym posiedzeniu RPP.** Podwyższona niepewność na globalnych rynkach energii, wzrosty inflacji w lipcu i sierpniu oraz perspektywa wzrostu ponad 3,5% r/r zamykają naszym zdaniem przestrzeń do obniżki, chociaż jeszcze w lipcu, w nieco korzystniejszym otoczeniu geopolitycznym, Prezes A.Głapiński sugerował możliwość złożenia wniosku o obniżkę „po wakacjach”.
- Warto też zwrócić uwagę dane inflacyjne z regionu CEE** – w Czechach i na Węgrzech inflacja w sierpniu najpewniej pozostała poniżej 2,0% r/r, a w Rumunii obniżyła się do 6,7% r/r z 8,2% r/r.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

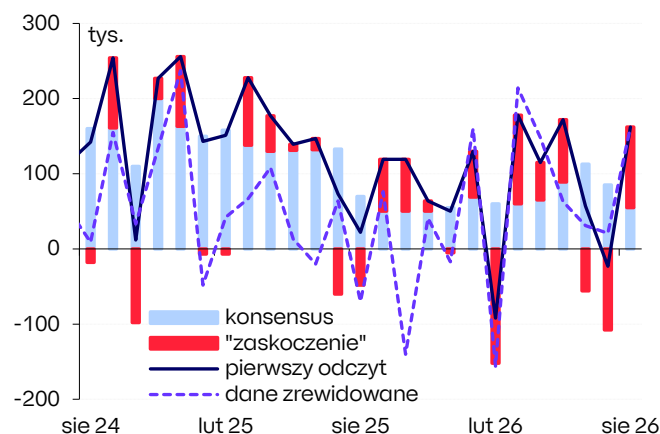
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

	Wartość 2026-09-04	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	153 948	1,2
STOXX Europe 600	650	0,1
S&P500	7 719	-0,4
Waluty:		
EURPLN	4,31	-0,3
USDPLN	3,71	-0,2
CHFPLN	4,58	-0,4
EURUSD	1,16	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,49	-3
PL5Y	5,60	0
PL10Y	6,13	-1
DE10Y	3,34	-1
US10Y	4,78	2
Surowce:		
Ropa Brent	96	0,8
Złoto	4428	-1,0

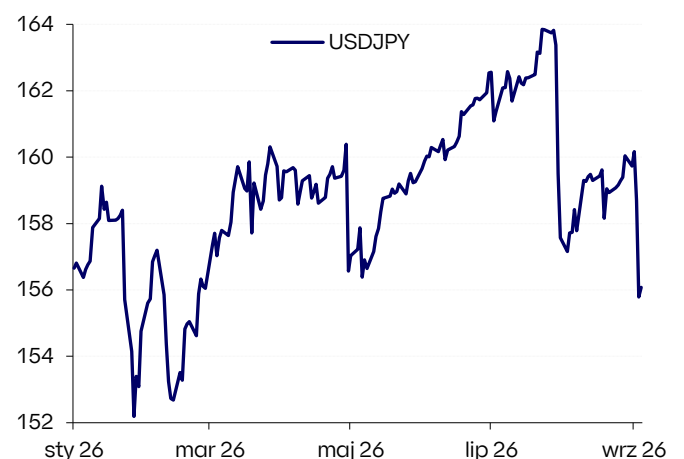
Źródło: LSEG Datastream, Workspace, PKO Bank Polski (zamknięcie sesji; *zmiana w punktach bazowych dla rentowności obligacji).

Wzrost zatrudnienia w USA w sierpniu był silniejszy od oczekiwań (+162 tys.) i od wyników z czerwca i lipca



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

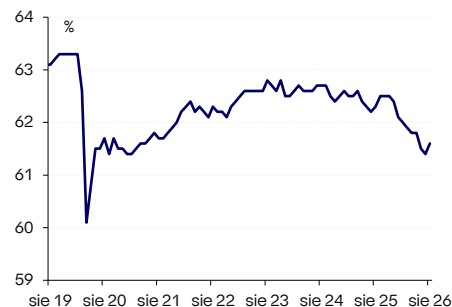
Japoński jen umocnił się w ubiegłym tygodniu o 2,5%, wywierając istotną presję na dolara



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

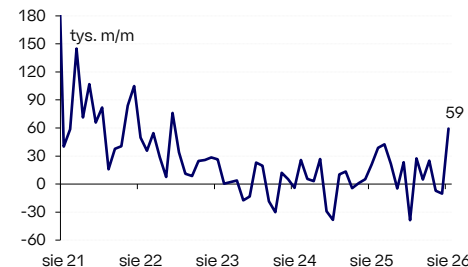
- USA/RUS/UKR: Amerykańscy negocjatorzy S.Witkoff i J.Kushner w weekend odbyli spotkania z prezydentem Rosji W.Putinem w Moskwie (sob.) oraz prezydentem Ukrainy W.Zełeńskim w Kijowie (nie.).** Wizyty nie przyniosły bezpośredniego przełomu. Amerykańscy wysłannicy przedstawili w Moskwie „szereg pomysłów na zakończenie wojny”, a Rosjanie ciepło wypowiadali się o Amerykanach. Obie strony miały też omówić plany na następne kroki w nadchodzących tygodniach – wg mediów tematem rozmów mogły być m.in. sankcje (w skład amerykańskiej delegacji wchodził przedstawiciel Departamentu Skarbu odpowiadający za sankcje). **Spotkanie na Ukrainie miało historyczny charakter - było pierwszą taką wizytą obu wysłanników od wybuchu wojny.** Choć S.Witkoff ocenił, że osiągnięto znaczny postęp w Moskwie, to J.Kushner wskazał, że nie ma gwarancji, że wojna skończy się przed zimą. W.Zełeński stwierdził, że niedługo ma się odbyć spotkanie z udziałem przywódców Ukrainy, USA i Europy, na którym mogą być dyskutowane kwestie terytorialne. W czasie rozmów (od soboty do poniedziałku) obowiązywało częściowe zawieszenie broni – obie strony zobowiązały się nie atakować stolic wroga.
- ŚWIAT: Wojsko amerykańskie (CENTCOM) poinformowało o zaatakowaniu i trwałym unieruchomieniu trzech irańskich tankowców z „floty cieni”.** Do uderzeń doszło po tym jak Iran miał wystrzelić rakiety w kierunku amerykańskiej floty. Z kolei główny irański negocjator M.Ghalibaf zagroził szybszymi i mocniejszymi odpowiedziami na amerykańskie ataki.
- USA: Raport z rynku pracy za sierpień był bardzo mocny. Zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 162 tys. m/m, istotnie powyżej konsensusu (55 tys.), a dane za dwa poprzednie miesiące zostały zrewidowane w górę łącznie o 55 tys.** W szczególności, dzięki rewizjom, w lipcu nie odnotowano redukcji etatów, tak jak sugerował pierwszy odczyt. Kategoriami, które w największym stopniu były odpowiedzialne za sierpniową niespodziankę były usługi gastronomiczne i lokale z napojami oraz edukacja samorządowa. W restauracjach w sierpniu przybyło 59 tys. etatów, po tym jak w czerwcu ich liczba spadła o 7 tys., a w lipcu o 10 tys., mimo, że to w tych miesiącach trwały właśnie mistrzostwa świata w piłce nożnej. Dane w tej kategorii są w ostatnich miesiącach często rewidowane. W przypadku edukacji samorządowej w sierpniu odnotowano wzrost o 50 tys. etatów po zaskakująco silnym spadku o 62 tys. w lipcu (szerzej pisaliśmy o tym miesiąc temu w [Dzienniku](#)). Wtedy podejrzewaliśmy, że za spadkiem mogą stać niedoskonałości metody odsezonowania danych lub jednorazowe czynniki (terminy rozpoczęcia wakacji, wygaśnięcie kontraktów wraz z końcem roku szkolnego). Piątkowe dane potwierdziły tymczasowy charakter lipcowego spadku w tej kategorii. Pozytywnym sygnałem jest też wzrost zatrudnienia w przetwórstwie (+16 tys.; piąty wzrostowy miesiąc z rzędu, co może wskazywać na przełamanie dotychczasowego spadkowego trendu w tym sektorze) i budownictwie (+22 tys.). Może to być skutek wprowadzenia wysokich celów przez administrację D.Trumpa oraz boomu w inwestycjach związanych z AI. W ostatnich miesiącach znacząco wyhamowały z kolei wzrosty zatrudnienia w opiece zdrowotnej i społecznej, czyli sektorze, który w ostatnich kwartałach odpowiadał za znaczną część przyrostu etatów. **Dynamika wynagrodzeń godzinowych wyhamowała do 3,1% r/r z 3,2% r/r**, przy oczekiwaniach jej głębszego hamowania do 3,0% r/r. Jednocześnie od pięciu miesięcy realna dynamika płac (a więc po skorygowaniu o inflację) jest ujemna, co wskazuje, że wzrost konsumpcji odbywa się „na kredyt” i za sprawą spadającej stopy oszczędności. W ujęciu miesięcznym płace wzrosły o 0,3%, a ich impet systematycznie się obniża. Taka trajektoria płac ogranicza ryzyko rozlewania się szoku inflacyjnego z rynku paliw na pozostałą część koszyka inflacyjnego i może stanowić argument za wstrzymywaniem się przez Fed z podwyżką stóp. **Stopa bezrobocia pozostała bez zmian na poziomie 4,1%** – zgodnie z oczekiwaniami. Wskaźnik aktywności zawodowej (osób w wieku 16+) w sierpniu wzrósł do 61,6% po tym jak w lipcu zaskakująco silnie spadł do 61,4%, najniższego poziomu od epicentrum pandemii (maj 2020). Począwszy od 2h25

Wskaźnik aktywności zawodowej w USA dla osób w wieku 16+



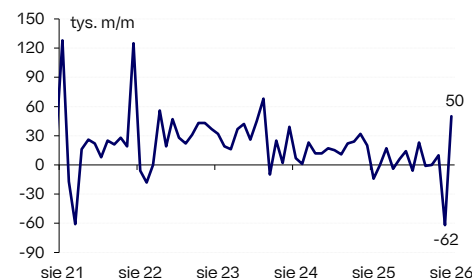
Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Zatrudnienie w USA w usługach gastronomicznych i lokalach serwujących napoje



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zmiana zatrudnienia w edukacji samorządowej w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika płac godzinowych w USA

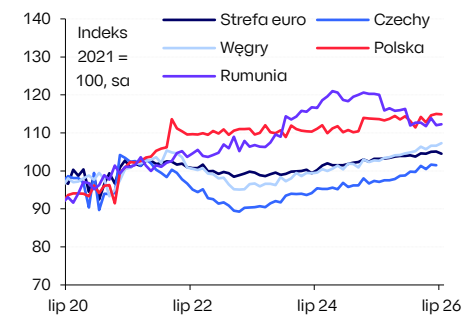


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

stopa aktywności zawodowej zaczęła się relatywnie szybko obniżać. **Podsumowując, oceniamy wymowę sierpniowego raportu z rynku pracy jako pozytywną, wskazującą na wysoką odporność rynku pracy.** Podtrzymujemy jednak prognozę, że Fed na najbliższym posiedzeniu zdecyduje się utrzymać stopy procentowe bez zmian – mimo jastrzębiego tonu K.Warsha w Jackson Hole. Inflacja, choć jest podwyższona i od lat przekracza cel, traci na impetach, a dodatkowym czynnikiem ograniczającym prawdopodobieństwo podwyżki mogą być zbliżające się w listopadzie wybory połówkowe. **D.Trump wykorzystał dobre dane z rynku pracy do wezwania, aby Fed obniżył stopy procentowe** (jego zdaniem USA powinny mieć najniższe stopy procentowe na świecie). W ocenie Prezydenta wysoki poziom stóp procentowych pogarsza pozycję konkurencyjną USA w globalnym handlu, więc jeśli Fed nie obniży stóp, D.Trump zapowiedział, że zatrzyma wymianę handlową z państwami, z którymi USA mają deficyt.

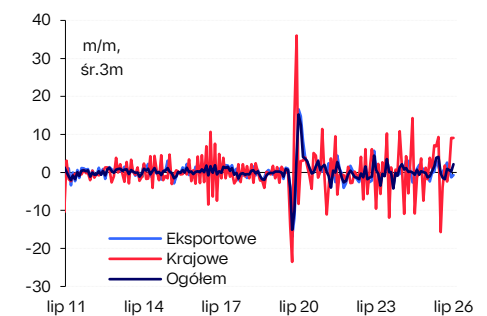
- **EUR:** Sprzedaż detaliczna (sa) w lipcu wzrosła o 0,6% r/r, poniżej oczekiwań na poziomie 1,1% r/r. **W ujęciu miesięcznym sprzedaż spadła o 0,6% wobec wzrostu o 0,2% w czerwcu.** Najbardziej spadła sprzedaż towarów innych niż paliwa i żywność (-1,4% m/m) oraz paliw (-0,8% m/m). Wzrost sprzedaży odnotowano natomiast w przypadku żywności, napojów i tytoniu (+0,4% m/m). Dynamika sprzedaży detalicznej w strefie euro utrzymuje się na wyraźnie niższym poziomie niż w Polsce. Zgodnie z danymi Eurostatu sprzedaż detaliczna w Polsce w lipcu wzrosła o 3,6% r/r wobec 4,5% r/r w czerwcu.
- **GER: Alternative für Deutschland (AfD) zdecydowanie wygrała wybory lokalne do Landtagu w Saksonii-Anhalt zdobywając (wg wstępnych wyników) prawie 44% głosów, o 23pp więcej niż 5 lat wcześniej.** Frekwencja była rekordowo wysoka, prawie 78%. Dotychczasowy rząd (CDU-SPD-FDP) znacząco przegrał – poparcie spadło o ok. połowę (w przypadku CDU do ok. 17%, o ok. 20pp mniej niż w 2021). Było to przełomowe zwycięstwo AfD, które potencjalnie może umożliwić pierwsze rządy AfD w lokalnym parlamencie. **Jednocześnie wstępne wyniki wskazują, że osiągnięty rezultat może nie pozwolić AfD na samodzielne rządy i niezbędna byłaby koalicja.** Pozostałe ugrupowania, zgodnie z zasadą „kordonu sanitarnego” nie chcą współpracować z AfD, ale niewykluczone jest jakaś forma złamania tej zasady (np. ze strony lewicowego BSW, który taktycznie może popierać AfD). BSW znajduje się wg wstępnych wyników tuż nad progiem. Jednocześnie niezwykle trudno byłoby pozostałym partiom utworzyć rząd większościowy. Jedną z wielu możliwości jest z kolei stworzenie rządu mniejszościowego przez pozostałe partie (choć utrudnieniem może być to, że CDU oficjalnie wyklucza koalicje z Lewicą). Sukces wyborczy w Saksonii-Anhalt najpewniej będzie mocnym wsparciem dla AfD przed kolejnymi wyborami w tym miesiącu (m.in. w Berlinie i Meklemburgii-Pomorzu Przednim). Pod silną presją znajdzie się CDU, w tym również na szczeblu krajowym, gdzie dotkliwa porażka wyborcza może nasilić opozycję wobec kanclerza F.Merza.
- **GER: Zamówienia w przemyśle w ujęciu realnym w lipcu wzrosły o 13,1% r/r, czyli powyżej oczekiwań analityków na poziomie 10,5% r/r. W ujęciu miesięcznym zamówienia zwiększyły się o 2,5% m/m wobec oczekiwań na poziomie 0,3% m/m i wzrostu o 3,7% m/m w poprzednim miesiącu.** Zamówienia krajowe wzrosły o 9,1% m/m, natomiast zamówienia zagraniczne spadły o 2,1% m/m. Lipiec był zatem drugim miesiącem z rzędu, w którym odnotowano wyraźny wzrost popytu ogółem. Wzrost zamówień w przemyśle wynika prawie w całości z silnego zwiększenia zamówień w sektorze produkcji pozostałego sprzętu transportowego (samoloty, statki, pociągi, pojazdy wojskowe), w którym zamówienia wzrosły o +126,4% m/m, najpewniej za sprawą programów infrastrukturalnych i zbrojeniowych. Spadki zamówień zaobserwowano głównie w przemyśle motoryzacyjnym (-12,5% m/m).
- **GER: Produkcja przemysłowa w lipcu rozczarowała i spadła o 1,1% m/m i o 1,6% r/r.** W dół nieznacznie zrewidowano też dane za czerwiec. Hamowanie nadal obejmowało motoryzację (-9,2% m/m), na co mogło wpłynąć m.in. zawieszenie produkcji w części zakładów. Jednocześnie odnotowano wzrost w produkcji energii (+4,7% m/m).

Sprzedaż detaliczna w strefie euro



Źródło: Eurostat, PKO Bank Polski.

Zamówienia w przemyśle w Niemczech



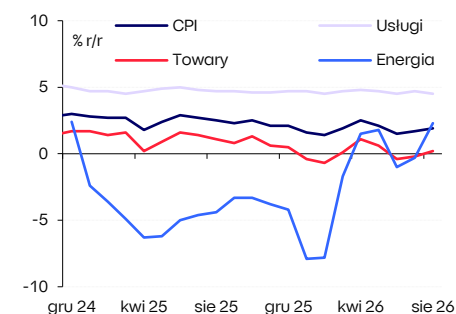
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

- **CZE:** Inflacja CPI w sierpniu wzrosła do 1,9% r/r, z 1,7% r/r w lipcu i zgodnie z oczekiwaniami analityków. Od czerwca inflacja nie przekracza celu banku centralnego wynoszącego 2%. W sierpniu silnie spadły ceny żywności i napojów (-4,3% r/r). Relatywnie nieznacznie wzrosły ceny energii, o 2,3% r/r. Silne wzrosty cen odnotowano w kategorii usług (+4,5% r/r) oraz w kategorii napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe (+4,7% r/r). Przypomnijmy, że w czerwcu CNB podniósł stopę referencyjną do poziomu 3,75%, w obawie przed wzrostem inflacji bazowej.
- **ŚWIAT:** Indeks cen żywności FAO w sierpniu wzrósł o 1,9%, do 133,3 pkt., do czego przyczyniły się wszystkie główne grupy towarowe. Najmocniej, o 11,9% m/m, wzrosły ceny cukru, a silny wzrost odnotowały też ceny zbóż i nabiału. Globalne ceny żywności są o 2,5% wyższe niż przed rokiem. Po przeliczeniu na PLN ceny żywności rosną o 4% r/r, co sugeruje, że dezinflacyjny wpływ tej kategorii CPI może wkrótce wygasnąć. FAO obniżyła także prognozy światowej produkcji zbóż w 2026, obecnie oczekuje że będą one o 2% niższe niż rok wcześniej. Korekta wynika głównie z gorszych warunków upraw w UE.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Szef Gabinetu Prezydenta skrytykował rządowe plany zmian w stawkach i progach podatkowych, oceniając że są krótkowzroczne i mogą odstraszyć inwestycje. Jednocześnie powiedział, że Prezydent zaprasza rząd do debaty o rozwiązaniach podatkowych dla obywateli. Zmiany nie zostały jeszcze zatwierdzone przez Parlament, ale zostały już uwzględnione w projekcie budżetu państwa na 2027. Wypowiedź potwierdza ryzyko zawetowania zmian podatkowych przez Prezydenta.

Inflacja CPI w Czechach

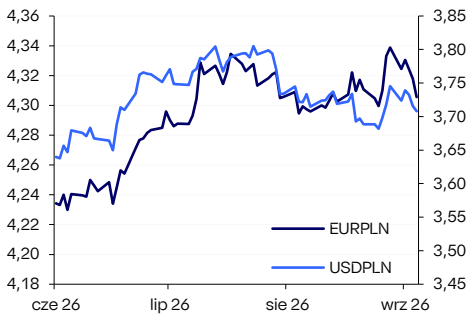


Źródło: Czech Statistical Office, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W ubiegłym tygodniu złoty umocnił się o 3 gr wobec euro i 3,5 gr wobec dolara, a kursy EURPLN i USDPLN spadły odpowiednio w pobliże 4,31 oraz 3,71. Na bazowych rynkach FX dolar nieznacznie się osłabił, a EURUSD wzrósł w okolice 1,1610.
- Umocnienie złotego wspierały czynniki lokalne. Wyższy od oczekiwań wzrost PKB w 2q26 oraz przyspieszenie sierpniowej inflacji CPI ograniczyły oczekiwania na obniżki stóp NBP, zwiększając atrakcyjność złotego w strategiach carry. Krajowej walucie sprzyjał również słabszy dolar. **Istotną presję na USD wywierał jen, który zyskał 2,5% pod wpływem rosnących oczekiwań na szybsze tempo podwyżek stóp BoJ.** Dolarowi ciążyły także gołębie komentarze członka FOMC Ch.Wallera. Skalę jego przeceny ograniczył jednak wyraźnie lepszy od oczekiwań raport z amerykańskiego rynku pracy, który ponownie zwiększył prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki stóp Fed. **Pozytywne nastroje na globalnych rynkach studziły natomiast wysokie ceny surowców energetycznych przy braku sygnałów deeskalacji na Bliskim Wschodzie.**
- W bieżącym tygodniu istotny wpływ na złotego mogą mieć posiedzenia RPP i EBC. Podwyżka stóp EBC o 25pb jest już w pełni wyceniona, dlatego **kluczowy będzie przekaz Ch.Lagarde dotyczący dalszej ścieżki stóp. Jeśli stonuje on jastrzębie oczekiwania rynku, a RPP zaszyfralizuje brak przestrzeni do obniżek stóp w najbliższych miesiącach, powinno to wspierać dyferencjał stóp na korzyść PLN.** Dla dolara istotny będzie piątkowy CPI z USA, analizowany w kontekście wrześniowej decyzji Fed. **Jeśli amerykańska inflacja nie przyspieszy, a Brent pozostanie poniżej 100 USD/b, przestrzeń do umocnienia złotego powinna się utrzymać. W takim scenariuszu oczekujemy zejścia EURPLN w okolice 4,29–4,30 oraz USDPLN do strefy 3,68–3,70.**
- W minionym tygodniu na krajowym rynku stóp procentowych doszło do silnego przesunięcia krzywych dochodowości w górę w ślad za zmianami na rynkach globalnych. **W najbliższych dniach można spodziewać się utrzymania podwyższonych rentowności w sektorze 2-letnim na poziomie 4,55%, a w 10-letnim w okolicach 6,1%.** Za takim scenariuszem przemawia brak przełomu w konflikcie na Bliskim Wschodzie. Nie odnotowano ostatnio sygnałów sugerujących perspektywę rozpoczęcia rozmów pokojowych, a ponadto USA i Iran mogą wciąż przeprowadzać kolejne ataki skutkujące dalszą blokadą Cieśniny Ormuz.
- Istotnym wydarzeniem najbliższego tygodnia będzie czwartkowe posiedzenie EBC, na którym rynek w pełni wycenia podwyżkę stopy refinansowej o 25 pb. do poziomu 2,50%. Podczas prezentacji argumentów uzasadniających zaostrzenie polityki pieniężnej w strefie euro pojawi się zapewne również dyskusja na temat kontynuacji cyklu na kolejnych posiedzeniach. Warto wspomnieć, że **inwestorzy wyceniają jeszcze dwie podwyżki o łącznej skali 50pb do kwietnia 2027. Tego rodzaju sygnały będą wywierać presję na wzrost rentowności w Europie.** W centrum zainteresowania rynku znajdzie się także publikacja inflacji w USA. W kontekście ostatnich, lepszych od oczekiwań piątkowych danych z amerykańskiego rynku pracy, **prognozowane utrzymanie się sierpniowej inflacji na 3,4% r/r może stanowić argument za podwyżkami stóp procentowych Fed.**
- Na rynku krajowym najbliższe środowe posiedzenie RPP ma potencjał do lekkiego wsparcia wycen polskich obligacji. Rynek zakłada wzrost stopy referencyjnej NBP o blisko 75pb, podczas gdy przedstawiciele Rady sugerują ich utrzymanie bez zmian w kolejnych miesiącach. Taki przekaz ze strony banku centralnego może zmniejszać prawdopodobieństwo zacieśniania polityki monetarnej w Polsce, hamując tym samym ewentualny wzrost rentowności, który mógłby nastąpić w ślad za rynkami bazowymi.

Waluty



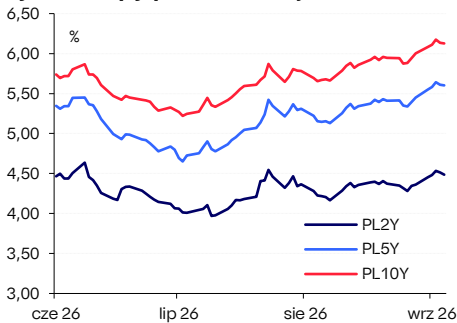
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



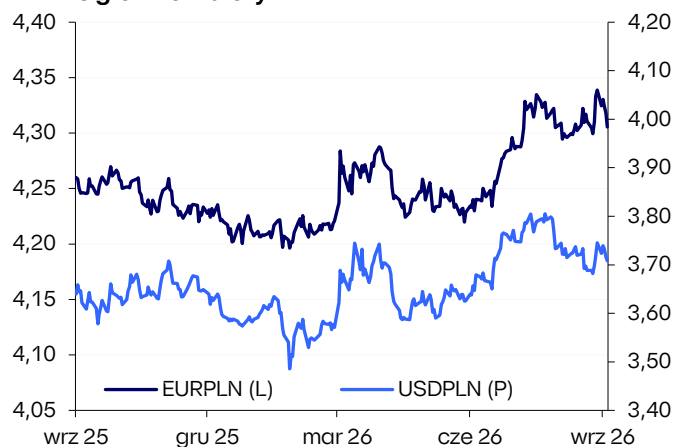
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

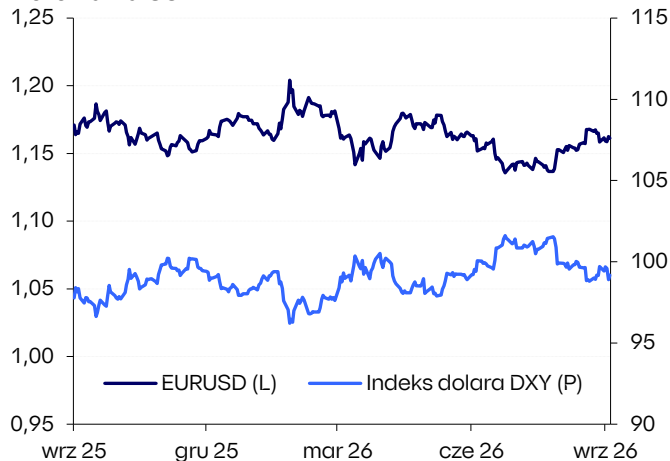
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

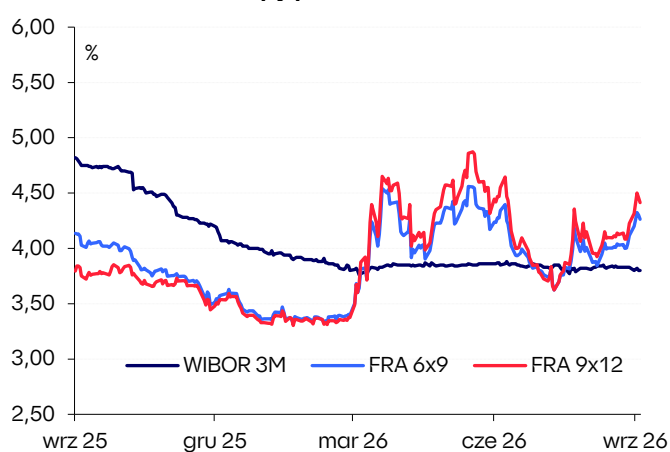
PLN vs główne waluty



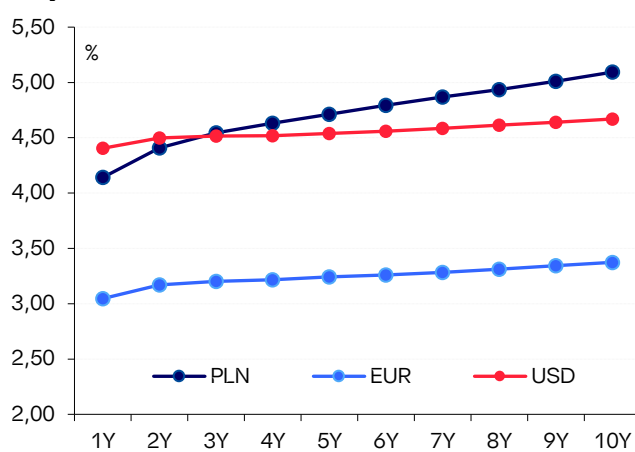
Notowania USD



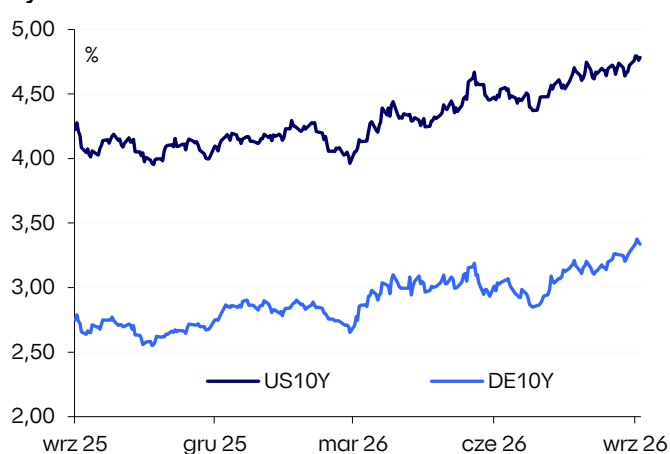
Krótkoterminowe stopy procentowe



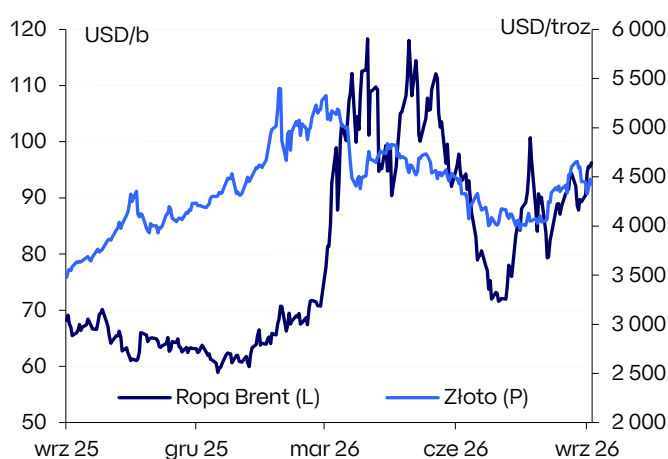
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 4 września						
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	7,2	10,5	--	13,1
CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	1,8	1,9
EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)	11:00	% r/r	1,4	1,1	--	0,6
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	-23	55	36	162
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,2	3,0	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--
Poniedziałek, 7 września						
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% m/m	0,0	0,2	--	-1,1
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-0,5	0,0	--	-1,6
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	-0,2	--	--	-0,4
HUN: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:30	% r/r	4,1	3,0	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (lip.)	9:00	% r/r	7,2	0,5	--	--
EUR: Indeks Sentix (wrz.)	10:30	pkt.	0,9	1,7	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,5	1,0	--	--
EUR: Zatrudnienie (2q)	11:00	% r/r	0,5	0,5	--	--
Wtorek, 8 września						
GER: Eksport (lip.)	8:00	% m/m	0,9	0,3	--	--
GER: Import (lip.)	8:00	% m/m	4,4	-1,0	--	--
HUN: Inflacja CPI (sie.)	8:30	% r/r	1,2	1,4	1,3	--
CZE: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	5,0	5,0	--	--
Środa, 9 września						
CHN: Inflacja PPI (sie.)	3:30	% r/r	3,5	3,6	--	--
CHN: Inflacja CPI (sie.)	3:30	% r/r	0,5	0,8	--	--
ROM: Saldo handlowe (lip.)	8:00	mld EUR	-2,961	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	3,75	3,75	--
Czwartek, 10 września						
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie., rew.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,25	2,50	2,50	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,40	2,65	2,65	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	206	205	--	--
USA: Inflacja PPI (sie.)	14:30	% r/r	4,7	5,2	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	4,06	3,98	--	--
Piątek, 11 września						
ROM: Inflacja CPI (sie.)	8:00	% r/r	8,2	6,7	6,7	--
ROM: Wynagrodzenie (lip.)	8:00	% r/r	3,5	--	--	--
USA: Inflacja CPI (sie.)	14:30	% r/r	3,4	3,4	3,3	--
USA: Inflacja bazowa (sie.)	14:30	% r/r	2,5	2,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	51,7	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](#)



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 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.