

Tydzień banków centralnych

- Pogorszenie nastrojów na globalnych rynkach i dalszy wzrost cen ropy naftowej przyczyniły się w minionym tygodniu do wyraźnego osłabienia złotego. Przecena akcji dotknęła przede wszystkim spółki związane ze sztuczną inteligencją, a w Europie nastroje dodatkowo pogarszały obawy o francuskie finanse publiczne. Wzrost awersji do ryzyka kierował kapitał ku bezpiecznym aktywom, zwłaszcza obligacjom skarbowym Niemiec i USA. **Szansę na poprawę nastrojów na początku tygodnia stwarza piątkowa decyzja Moody's o utrzymaniu ratingu Francji, która była pozytywnym zaskoczeniem i może wesprzeć francuskie obligacje, euro, a pośrednio złotego.** Nie oczekujemy jednak trwałego odwrócenia niekorzystnych tendencji. **W najbliższych dniach nadal dostrzegamy ryzyko wzrostu kursów głównych par z PLN, przy czym USDPLN może kierować się w stronę 3,96, jednak EURPLN, mimo presji na wzrost, może w naszej opinii zakończyć tydzień poniżej 4,40.** Uważamy, że w najbliższych dniach otoczenie rynkowe pozostanie niesprzyjające dla wycen papierów dłużnych, oczekujemy utrzymania się wysokiej zmienności na globalnym rynku długu, tendencji do stromienia się krzywych dochodowości oraz wysokich spreadów asset swap.
- W tym tygodniu w centrum uwagi będą decyzje banków centralnych (wśród Fed, w czwartek EBC, a w piątek Banku Japonii). Ostatnie wypowiedzi bankierów z USA i strefy euro wskazują, że chociaż na najbliższych posiedzeniach stopy nie zostaną zmienione, to w obu przypadkach podwyżki są bardzo prawdopodobne w grudniu. W czwartek w USA opublikowane zostaną wstępne dane o PKB za 3q26 (oczekiwany jest wzrost o 3,0% %q/q saar) oraz o wrześniowej inflacji PCE, która w ujęciu bazowym może wzrosnąć do 3,1% r/r.
- W Europie uwagę przyciągną publikacja projektu budżetu na 2027 w Wielkiej Brytanii (śr.), niemiecki Ifo (pon.), a także wstępne dane o PKB strefy euro i Niemiec (pt.) za 3q26 oraz październikowa inflacja w Niemczech.
- W Polsce najważniejszą publikacją będzie piątkowy wstępny odczyt inflacji CPI za październik, który wskaże na powrót inflacji poniżej 4% r/r po jej wzroście do 4,1% r/r we wrześniu. Dane będą istotne w kontekście zbliżającego się posiedzenia RPP (3-4 listopada).

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

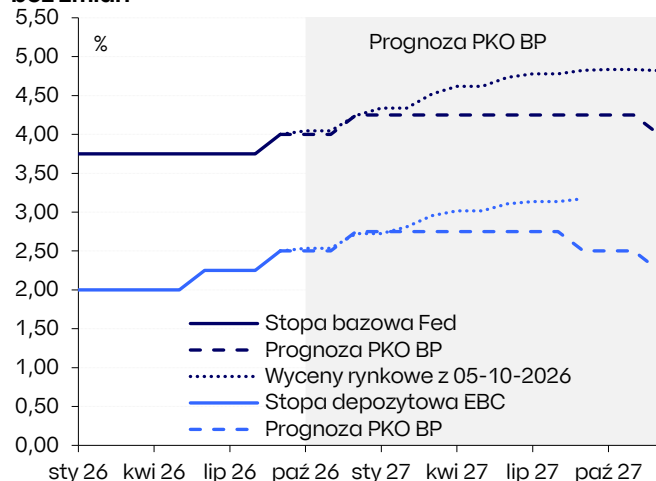
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

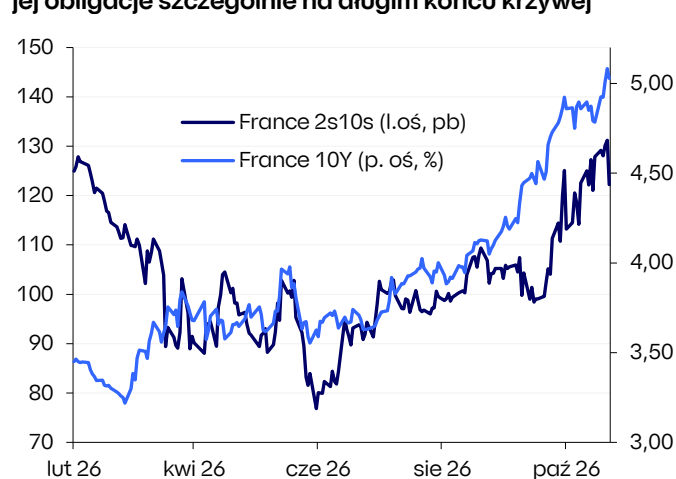
	Wartość 2026-10-23	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	157 363	-0,5
STOXX Europe 600	636	-0,3
S&P500	7 624	-0,5
Waluty:		
EURPLN	4,40	0,6
USDPLN	3,93	0,7
CHFPLN	4,75	0,0
EURUSD	1,12	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,75	-2
PL5Y	6,02	-4
PL10Y	6,43	-1
DE10Y	3,34	1
US10Y	4,99	4
Surowce:		
Ropa Brent	117	3,1
Złoto	3996	-0,7

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

Fed i EBC w tym tygodniu prawdopodobnie pozostawiają stopy bez zmian



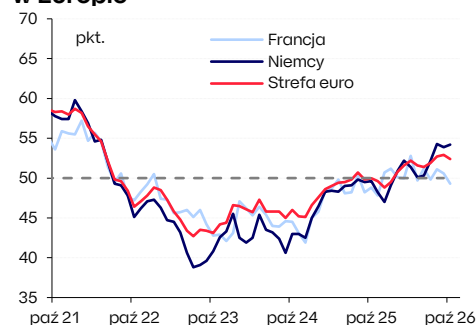
Utrzymanie ratingu Francji przez Moody's może wesprzeć jej obligacje szczególnie na długim końcu krzywej



WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

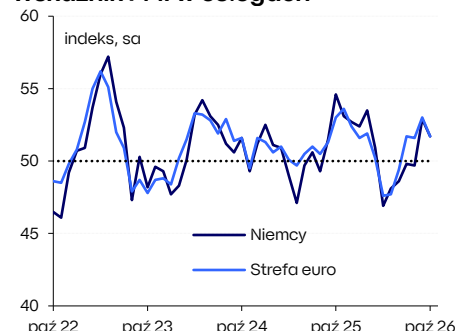
- EUR:** Według wstępnych szacunków indeks PMI w przetwórstwie w październiku wyniósł 52,4 pkt wobec oczekiwań na poziomie 52,5 pkt i 52,9 pkt w poprzednim miesiącu. Odnotowano słabsze tempo wzrostu produkcji i nowych zamówień. Kompozytowy indeks PMI w październiku spadł do 51,9 pkt z 53,1 pkt we wrześniu, wskazując na spowolnienie wzrostu aktywności gospodarczej do najniższego poziomu od czterech miesięcy. **Indeks PMI w niemieckim przetwórstwie w październiku wzrósł do 54,2 pkt z 53,9 pkt w poprzednim miesiącu i wobec oczekiwań na poziomie 53,5 pkt. Indeks kompozytowy PMI obniżył się do 52,8 pkt z 53,8 pkt we wrześniu.** Napływ nowych zamówień zwiększał się w najwolniejszym tempie od trzech miesięcy, przy stagnacji popytu w usługach i utrzymującym się wzroście zamówień eksportowych w przemyśle. Jednocześnie w przetwórstwie nasiliła się presja kosztowa związana z rosnącymi cenami ropy i surowców, podczas gdy tempo wzrostu cen sprzedaży w całym sektorze prywatnym spadło do najniższego poziomu od siedmiu miesięcy. Mimo że indeksy PMI są na poziomie niższym niż we wrześniu, to nadal pozostają na jednych z najwyższych poziomów w ciągu ostatnich trzech lat.
- EUR:** Indeks PMI w usługach strefy euro w październiku wyniósł 51,7 pkt wobec oczekiwań na poziomie 52,5 pkt i 53,0 pkt w poprzednim miesiącu. Jednym z głównych czynników hamujących wzrost gospodarczy był ponowny spadek aktywności we francuskim sektorze usług. Częściowe osłabienie koniunktury we Francji może być związane ze strajkami i niepokojami społecznymi, które zakłóciły funkcjonowanie niektórych lokalnych gospodarek, jednak tempo wzrostu spowolniło również w pozostałych krajach strefy euro. Jednocześnie wzrost zatrudnienia niemal całkowicie wyhamował w związku ze słabnącym napływem nowych zamówień.
- USA:** Indeks PMI w przetwórstwie w październiku wzrósł do 56,0 pkt z 55,9 pkt we wrześniu. To najwyższy odczyt od maja 2022. Konsensus zakładał spadek do 55,5 pkt. Choć wzrost zamówień lekko wyhamował, to zamówienia eksportowe na towary wzrosły po raz pierwszy od czerwca ubiegłego roku. **Indeks PMI w usługach obniżył się do 57,9 pkt wobec 58,8 pkt w poprzednim miesiącu.** Dane nie zaskoczyły i potwierdziły silny popyt (wzrost nowych zamówień) w sektorze usługowym. Wstępny wskaźnik kompozytowy obniżył się natomiast z 58,4 pkt we wrześniu do 57,6 pkt w październiku, pozostając jednak na poziomie sygnalizującym silny wzrost aktywności gospodarczej.
- USA:** Indeks sentymentu wśród konsumentów amerykańskich opracowywany przez Uniwersytet Michigan w październiku wyniósł 48,0 pkt. wobec 48,1 pkt. w poprzednim miesiącu. Dane okazały się lepsze niż wstępnie szacowano (46,3 pkt). Potwierdziły natomiast lekki wzrost oczekiwań inflacyjnych konsumentów. Oczekiwana przez badanych w bieżącym miesiącu inflacja w horyzoncie roku wyniosła 4,7% wobec 4,6% we wrześniu. Długoterminowe oczekiwania inflacyjne wzrosły do 3,5% z 3,4%.
- EUR:** Z wrześniowego badania oczekiwań konsumentów EBC (CES) wynika, że oczekiwana inflacja w strefie euro w horyzoncie 12 miesięcy wzrosła do 3,1% z 3,0% w sierpniu, podczas gdy oczekiwania w perspektywie trzech i pięciu lat pozostały stabilne, odpowiednio na poziomie 2,9% i 2,5%. Jednocześnie pogorszyły się oczekiwania dotyczące koniunktury gospodarczej – konsumenci prognozują spadek aktywności gospodarczej w ciągu najbliższego roku o 1,5% wobec oczekiwanego spadku o 1,2% miesiąc wcześniej. Wzrosła również oczekiwana stopa bezrobocia (do 11,3% z 11,0%). Oczekiwany wzrost cen nieruchomości przyspieszył do 3,5% z 3,4%, a respondenci sygnalizowali dalsze pogorszenie dostępności kredytów.
- EUR:** Nierówności dochodowe w Unii Europejskiej w 2025 nieznacznie się zmniejszyły. Współczynnik Giniego, mierzący stopień nierówności w rozkładzie dochodów, wyniósł średnio dla UE 29,2, wobec 29,4 w 2024. Najniższe nierówności dochodowe odnotowano na Słowacji (23,0), w Belgii (23,4), Czechach (24,0), Słowenii (24,6) oraz Polsce (24,9). Najwyższe nierówności występowały w Bułgarii (37,7), na Łotwie (35,6) oraz Litwie (35,5). Różnica

Wskaźnik PMI dla przetwórstwa w Europie



Źródło: Markit, PKO Bank Polski.

Wskaźnik PMI w usługach



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

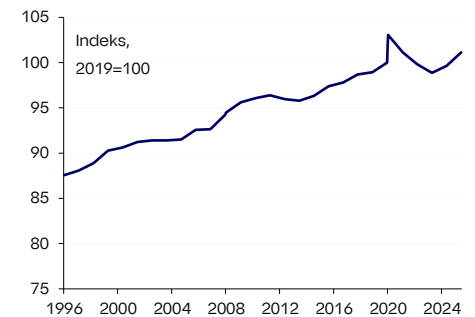
między państwami o najwyższej i najniższej nierówności wynosiła 14,7 punktu, co wskazuje na znaczne zróżnicowanie rozkładu dochodów pomiędzy państwami UE. W wielu państwach, w tym w Polsce, zwraca się uwagę na niedoskonałości pomiaru nierówności wynikające z niedoskonałego systemu badania dochodów, zwłaszcza po stronie osób relatywnie bardziej zamożnych. To zaniża otrzymywane wskaźniki nierówności.

- FRA: Agencja ratingowa Moody's poinformowała w piątek, że utrzymuje rating Francji na poziomie Aa3 z perspektywą negatywną.** Pomimo wolniejszego wzrostu gospodarczego i wyższego deficytu niż przy poprzedniej decyzji ratingowej Moody's nie zdecydował się na obniżkę, ponieważ zakłada, że budżet na 2027, ograniczający deficyt, zostanie przyjęty, a koszty finansowania i napięcia społeczne w najbliższych miesiącach nieco się zmniejszą. Agencja ostrzegła jednak, że sytuacja jest gorsza niż zakładała jeszcze kilka miesięcy temu. Wolniejszy wzrost gospodarczy i wyższy deficyt sprawiły, że obciążenie Francji długiem publicznym jest nieco wyższe od wcześniejszych oczekiwań. Dodatkowo, wzrost rentowności jest szybszy od prognoz, a szeroko zakrojone protesty społeczne mogą ograniczyć możliwości konsolidacji fiskalnej. Niepokój we Francji utrzymuje się od kilku tygodni. W miniony weekend, w obawie przed zamieszkami, do których faktycznie doszło, władze wysłały na ulice 20% więcej funkcjonariuszy niż poprzednio. Wśród ekonomicznych przyczyn niepokoju społecznego można wymienić pogorszenie jakości usług publicznych i rozwarstwienie ekonomiczne, o czym pisaliśmy już w [Dzienniku](#). **Nowym katalizatorem niezadowolenia społecznego jest szok energetyczny po eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie:** inflacja HICP wzrosła z 1,1% r/r w lutym do 3,4% r/r we wrześniu (najwyżej od 2024), choć pozostaje poniżej poziomu w strefie euro (3,8%). Wzrost cen koncentruje się w wydatkach podstawowych: ceny energii rosły o 21,1% r/r, żywność o 1,6%, a świeżych produktów o 6,6%. Według sondażu [Odoxa](#) 60% Francuzów uważa, że mimo deficytu państwo musi przeznaczyć więcej pieniędzy na obniżenie cen paliw i pomoc Francuzom. Wzrostowi kosztów życia towarzyszy stagnacja płac realnych. **Realna płaca przeciętnego pracownika w latach 2019-2025 wzrosła zaledwie o 1,1%.** **Jednocześnie stopa bezrobocia w 2q26 wyniosła 8,3%, co jest najwyższym wynikiem od 2020.** W latach 2014-2025 wzrosły również nierówności (wskaźnik nierówności dystrybucji dochodów z 4,27 do 4,74, współczynnik Giniego z 29,2 do 30,4), a wskaźnik ubóstwa w październiku 2026 wyniósł 11,3%. Reakcje na szok utrudnia napięta sytuacja fiskalna. Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2025 obniżył się do 5,1% PKB z 5,8% w 2024, dług wzrósł jednak w 2q26 do 119,1% PKB (najwyżej od 1946). **Projekt budżetu na 2027 zakłada cięcia wydatków społecznych, m.in. ograniczenie waloryzacji emerytur powyżej 1260 EUR, niższą refundację leków i zaostrzenie zasad przyznawania zasiłków chorobowych, co dodatkowo obniży siłę nabywczą.** Wzrosną tylko wydatki na obronę, MSW i sprawiedliwość.

WYDARZENIA KRAJOWE:

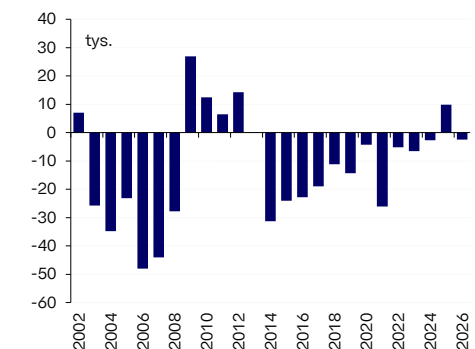
- POL: Stopa bezrobocia rejestrowanego we wrześniu pozostała na poziomie z sierpnia i wyniosła 5,8%, zgodnie z oczekiwaniami i wstępnym szacunkiem MRPIPS.** We wrześniu liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadła o 2,5 tys. m/m do 907 tys., pozostając jednak o 40,9 tys. wyżej niż przed rokiem. Miesięczny spadek liczby zarejestrowanych bezrobotnych był nieco słabszy od średniej dla września z ostatniej dekady a stopa bezrobocia rejestrowanego była o 0,2 pp wyższa niż przed rokiem. Jest to efekt zmian regulacyjnych oraz ograniczonego popytu na pracę. Liczba ofert zgłaszanych do urzędów pracy pozostaje niższa niż w ubiegłym roku.
- POL: Wykreślenie w uchwalonej przez Sejm reformie PIT planowanej podwyżki CIT z 19% do 22% dla dużych przedsiębiorstw oraz wprowadzenie indeksacji progów PIT o inflację od 2028 stanowi zagrożenie dla konsolidacji fiskalnej.** Zgodnie z oceną skutków regulacji, rezygnacja z podwyżki CIT zmniejszyłaby dochody budżetowe o 6–8 mld PLN (ok. 0,15% PKB) w latach 2027–2028 w porównaniu z pierwotnym projektem. Indeksacja progów

Realne wynagrodzenie netto we Francji



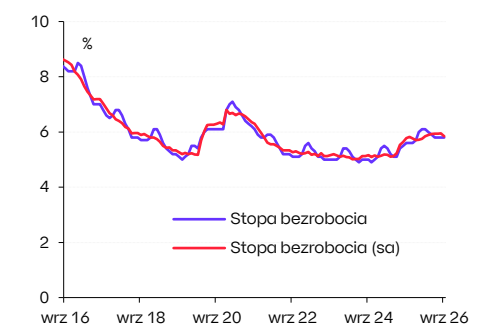
Źródło: INSEE, PKO Bank Polski.

Zmiana liczby zarejestrowanych bezrobotnych w Polsce we wrześniu



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa bezrobocia rejestrowanego



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

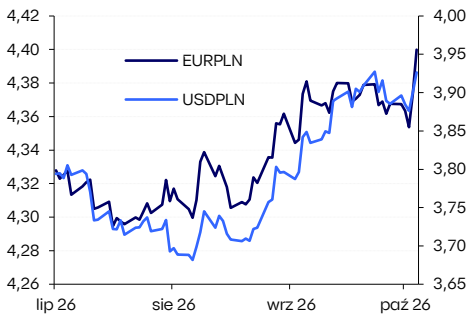
podatkowych mogłaby dodatkowo obniżyć dochody o maksymalnie 0,2–0,3% PKB. Senat prawdopodobnie jednak odrzuci obie poprawki, przywracając pierwotną wersję rządowego projektu. Pozwoliłoby to utrzymać oczekiwany pozytywny wpływ reformy na finanse publiczne (4,9 mld PLN w 2028). Ustawa wymaga jeszcze dalszych prac parlamentarnych oraz podpisu Prezydenta. **Wiceminister finansów J.Neneman powiedział, że rezygnacja z podwyżki CIT dla największych firm oznaczałoby konieczność poszukania oszczędności w wydatkach budżetu w przyszłym roku.** Zaznaczył, że rezygnacja z podwyżki CIT oznacza spadek wpływów budżetu o 6,2 mld PLN w 2027. Wprowadzenie waloryzacji progów będzie miało konsekwencje finansowe dopiero dla 2028.

- **POL:** M.Sobkowiak-Czarnecka (MON) poinformowała, że Polska złoży w KE pierwszy wniosek o płatność środków z SAFE szacowany na 6 mld PLN. Program SAFE przewiduje ok. 43,7 mld EUR dla Polski w formie europejskich pożyczek, które mogą zostać wydane na inwestycje w obronność.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- Złoty w minionym tygodniu osłabił się**, kurs EURPLN wzrósł do 4,40, a USDPLN do 3,93. Na rynkach bazowych EURUSD zniżkował do 1,1190.
- Głównym źródłem presji na krajową walutę było pogorszenie globalnych nastrojów inwestycyjnych, któremu towarzyszył wzrost cen ropy.** Podsycał on obawy o dalszy wzrost inflacji, zacieśnianie polityki pieniężnej i pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego. Rosnąca zmienność skłaniała natomiast inwestorów do ograniczania zaangażowania w strategię carry trade, co dodatkowo osłabiało waluty EM. Nastrojom na europejskich rynkach nie sprzyjała też niepewność wokół finansów publicznych Francji, widoczna w dalszym wzroście premii za ryzyko na tamtejszym rynku długu. W tych warunkach EURPLN i USDPLN zakończyły tydzień na lub blisko tegorocznych maksimów. Jednocześnie dolar nieznacznie stracił wobec szerokiego koszyka walut, czemu sprzyjały przecena spółek związanych z AI i spadek rentowności UST.
- Piątkowe utrzymanie przez Moody's ratingu Francji jest pozytywnym zaskoczeniem i na początku tygodnia może wesprzeć francuskie obligacje, euro oraz pośrednio złotego.** Trwalszą poprawę nastrojów ograniczają jednak wysokie ceny ropy i ryzyko eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, które podtrzymują niepewność co do inflacji i dalszych decyzji banków centralnych. W tym kontekście **obok rozwoju sytuacji geopolitycznej, uwaga inwestorów w najbliższych dniach skupi się na decyzjach Fed i EBC oraz danych o wrześniowej inflacji PCE i PKB USA za 3q26.** Odczyty wyższe od oczekiwań mogłyby nasilić oczekiwania na dalsze zacieśnianie polityki Fed, co wsparłoby dolara. W takim otoczeniu nie wykluczamy w tym tygodniu wzrostu USDPLN w kierunku 3,96. W przypadku kursu EURPLN ryzyka, szczególnie w przypadku utrzymania globalnego trybu risk-off, są przesunięte w górę, jednak zakładamy, że obecny miesiąc zakończymy poniżej 4,40.
- Na krajowym rynku stopy procentowej ostatni **tydzień przyniósł wzrost krzywej dochodowości obligacji skarbowych o 5-10pb.** Naszym zdaniem w najbliższych dniach otoczenie rynkowe również pozostanie **niesprzyjające dla wycen papierów dłużnych.** Konflikt na Bliskim Wschodzie zdaje się eskalować i przenosić na kolejne państwa w regionie, co będzie podtrzymywać wysokie ceny surowców energetycznych bądź nawet okresowo pobudzać ich wzrost. Dodatkowo trwające we Francji protesty będą nasilać obawy o finanse publiczne tego kraju, sprzyjając wzrostowi rentowności dłuższych obligacji w strefie euro. W podobnym kierunku może oddziaływać przecena aktywów powiązanych z rozwojem technologii AI. W efekcie **w nadchodzącym tygodniu spodziewamy się utrzymania wysokiej zmienności na globalnym rynku długu, tendencji do stromienia się krzywych dochodowości oraz wysokich spreadów asset swap.**
- W najbliższym tygodniu swoje posiedzenia decyzyjne zorganizują EBC, Fed i BoJ. Banki centralne zapewne pozostawią stopy procentowe bez zmian, a inwestorzy skoncentrują się na retoryce oraz zapowiedziach dotyczących kolejnych decyzji. Warto zwrócić uwagę, że we wszystkich przypadkach oczekiwany jest wzrost stóp procentowych do końca 2026. Biorąc pod uwagę niepewne otoczenie globalne, retoryka banków centralnych może zaskoczyć inwestorów bardziej umiarkowanym tonem, hamując wzrosty rentowności obligacji. W Polsce notowania obligacji może z kolei wzmocnić piątkowa publikacja wstępnych danych na temat inflacji w październiku. Konsensus ekonomistów zakłada odczyt w pobliżu 3,7% r/r wobec 4,1% miesiąc wcześniej, co może nieco ograniczać oczekiwania na podwyżki stóp procentowych NBP. Dodatkowo środowiska aukcja z ofertą między 7 a 12 mld PLN powinna potwierdzić solidny popyt ze strony krajowych instytucji finansowych.

Waluty



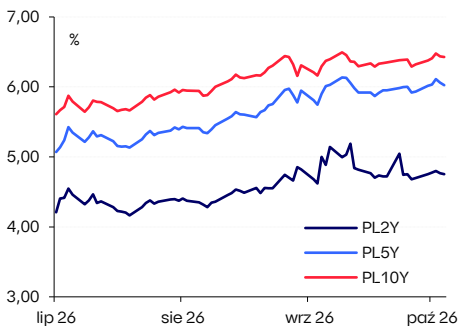
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	4q26	1q27
EURPLN	4,34	4,35
USDPLN	3,77	3,82
CHFPLN	4,52	4,48
EURUSD	1,15	1,14
EURCHF	0,96	0,97

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



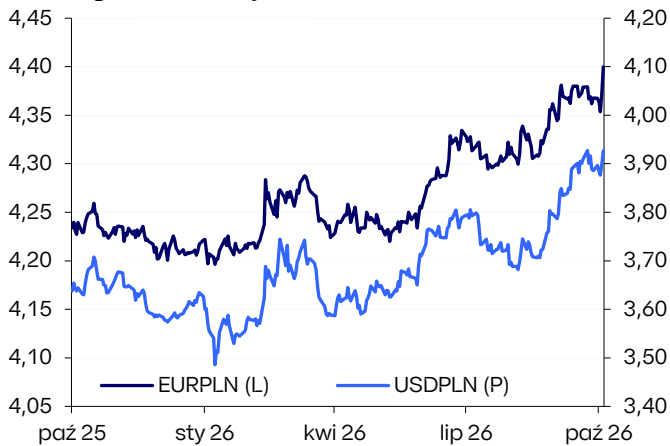
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

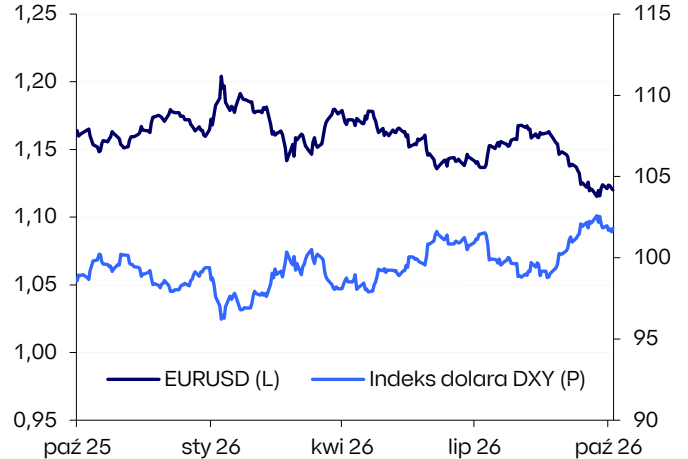
Tenor	4q26	1q27
PL1Y	3,90	3,60
PL2Y	4,70	4,00
PL5Y	5,70	5,00
PL10Y	6,10	5,80

Źródło: PKO Bank Polski.

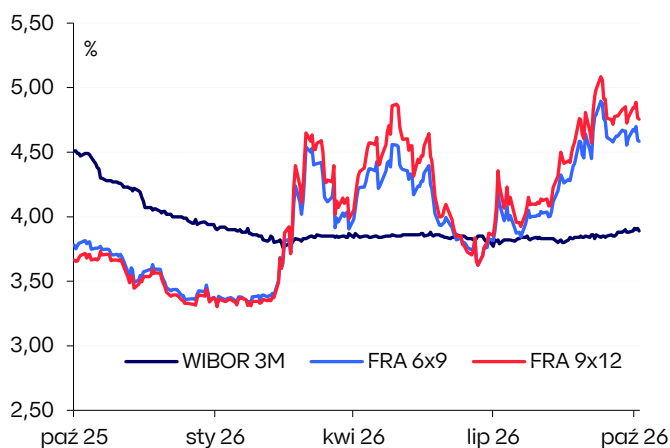
PLN vs główne waluty



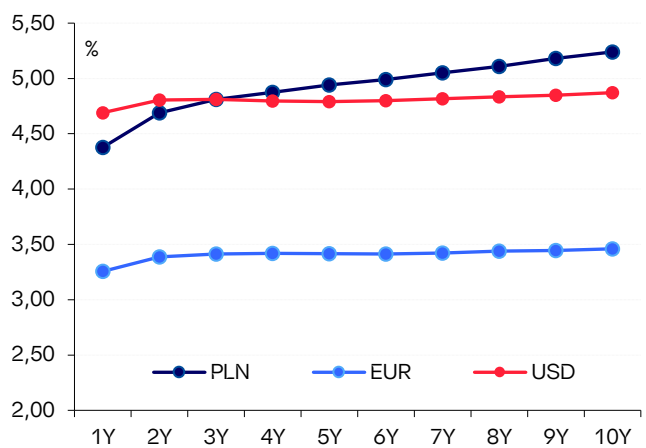
Notowania USD



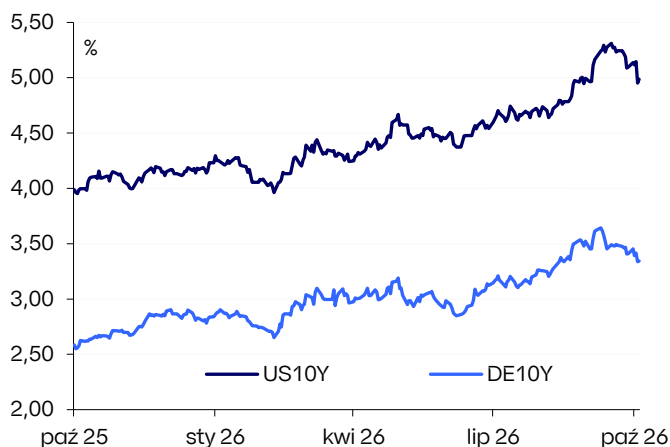
Krótkoterminowe stopy procentowe



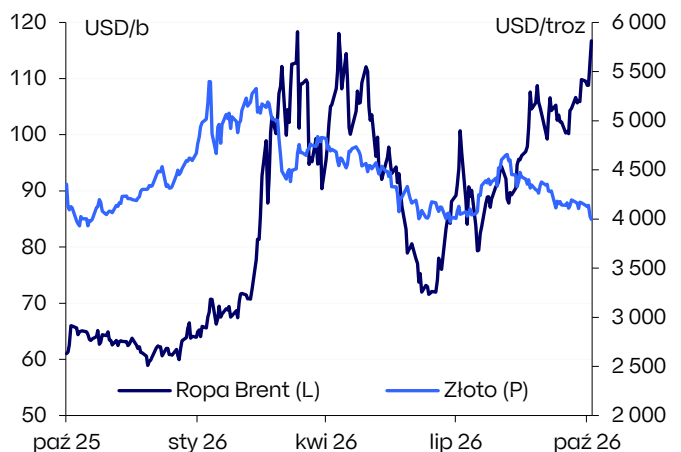
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 23 października						
POL: Stopa bezrobocia (wrz.)	9:30	%	5,8	5,8	5,8	5,8
GER: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	9:30	pkt.	53,9	53,5	--	54,2
EUR: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	10:00	pkt.	52,9	52,5	--	52,4
EUR: PMI w usługach (paż., wst.)	10:00	pkt.	53,0	52,5	--	51,7
USA: PMI w przetwórstwie (paż., wst.)	15:45	pkt.	55,9	55,5	--	56,0
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (paż., rew.)	16:00	pkt.	48,1	46,3	--	48,0
Poniedziałek, 26 października						
GER: Indeks Ifo (paż.)	10:00	pkt.	89,9	89,9	--	--
Wtorek, 27 października						
EUR: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	3,5	3,6	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwale (wrz., wst.)	13:30	% m/m	-0,1	1,9	--	--
USA: Ceny nieruchomości (sie.)	14:00	% r/r	2,47	2,65	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (paż.)	15:00	pkt.	81,9	81,0	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (wrz.)	15:00	tys	684	650	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (wrz., rew.)	--	mln	1,4	1,4	--	--
Środa, 28 października						
USA: Bilans handlowy (wrz.)	13:30	mld USD	-132,6	-130,2	--	--
USA: Posiedzenie Fed	19:00	%	3,75-4,00	3,75-4,00	3,75-4,00	--
Czwartek, 29 października						
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (paż.)	11:00	pkt.	97,9	97,5	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (paż., rew.)	11:00	pkt.	-16,5	-17,9	--	--
USA: Dochody Amerykanów (wrz.)	13:30	% m/m	0,2	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (wrz.)	13:30	% m/m	0,9	0,6	--	--
USA: Deflator PCE (wrz.)	13:30	% r/r	3,4	3,6	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (wrz.)	13:30	% r/r	3,0	3,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	13:30	tys	194	198	--	--
USA: Wzrost PKB (3q)	13:30	%q/q saar	2,2	3,2	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (3q)	13:30	%q/q saar	3,8	3,4	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,50	2,50	2,50	--
Piątek, 30 października						
HUN: Wzrost PKB (3q)	8:30	% r/r	1,7	1,8	--	--
CZE: Wzrost PKB (3q)	9:00	% r/r	1,8	1,6	--	--
POL: Inflacja CPI (paż., wst.)	9:30	% r/r	4,1	3,7	3,7	--
GER: Stopa bezrobocia (paż.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
CZE: Podaż pieniądza M3 (wrz.)	10:00	% r/r	5,5	--	--	--
GER: Wzrost PKB (3q)	10:00	% r/r	1,0	1,1	--	--
EUR: Wzrost PKB (3q)	11:00	% r/r	1,2	1,0	--	--
GER: Inflacja CPI (paż., wst.)	14:00	% r/r	3,3	3,0	--	--
GER: Inflacja HICP (paż., wst.)	14:00	% r/r	3,3	3,1	--	--
JPN: Posiedzenie BOJ	--	%	1,25	1,25	1,50	--

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 (Menedżerka Zespołu)	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](#)



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.