

### „Ostrożne gołębie” zleciały do RPP

- **Gołębie sygnały z RPP, sugerujące obniżkę stóp procentowych po wakacjach, wywołały zdecydowaną reakcję na krajowym rynku finansowym. Zapowiedź ta stała się bezpośrednim impulsem do spadku rentowności obligacji skarbowych oraz osłabienia polskiej waluty, windując kurs EURPLN w okolice poziomu 4,33. W perspektywie piątkowej sesji oczekujemy podtrzymania trendu spadkowego na rynku długu. Dochodowości polskich papierów 2-letnich mają otwartą drogę do 3,95%, natomiast obligacji 10-letnich do 4,25%. Dopóki rynek nie ograniczy wycen skali zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC, a głównie Fed, złoty może z kolei pozostawać pod presją, tym bardziej że obraz trendów EURPLN i USDPLN wspiera ich dalsze zwwyżki. Patrząc z perspektywy średnioterminowej, mimo dynamicznych zmian obserwowanych na rynku, można odnieść wrażenie, że inwestorzy wciąż nie zdyskontowali pełnej skali potencjalnego luzowania polityki pieniężnej w Polsce, jakiego należy spodziewać się w latach 2026–2027.**
- **Dzisiejsze kalendarium zawiera raczej drugorzędne dane. Z Niemiec napłyną zrewidowane dane o inflacji CPI i HICP w czerwcu, a następnie z Czech pełne dane o inflacji CPI w czerwcu.**
- **W Polsce najważniejsza będzie publikacja lipcowej edycji Raportu o inflacji NBP o 9:00. W rozdziale poświęconym projekcji poznamy szczegółowe założenia, a także kwartalne prognozy kluczowych zmiennych – prognozy roczne wzrostu PKB i inflacji CPI zostały przedstawione w komunikacie po posiedzeniu RPP. O 11:00 NBP na konferencji zaprezentuje samą projekcję.**

**Biuro Analiz Makroekonomicznych  
Biuro Strategii Rynkowych**  
pkoresearch@pkobp.pl  
@PKO\_Research  
centrumanaliz.pkobp.pl

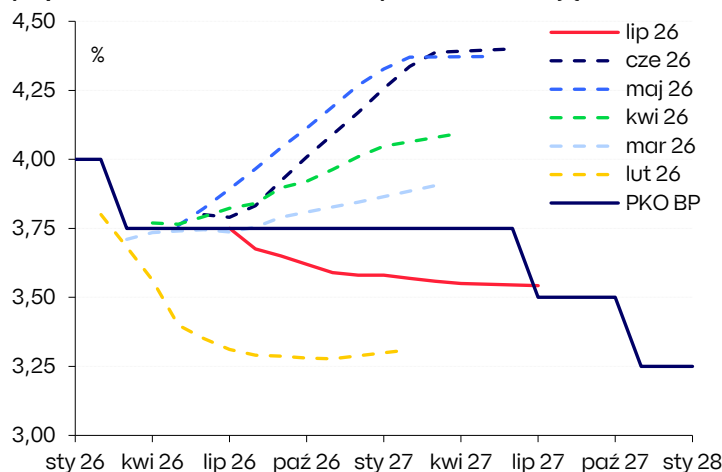
	Wartość	(%, pb)*
	2026-07-09	Δ 1D
<b>Indeksy akcji:</b>		
WIG	139 442	0,3
STOXX Europe 600	641	0,8
S&P500	7 544	0,8
<b>Waluty:</b>		
EURPLN	4,33	0,6
USDPLN	3,79	0,4
CHFPLN	4,69	0,6
EURUSD	1,14	0,1
<b>Obligacje:</b>		
PL2Y	3,97	-14
PL5Y	4,80	-10
PL10Y	5,35	-9
DE10Y	3,05	-4
US10Y	4,54	-3
<b>Surowce:</b>		
Ropa Brent	76	-2,2
Złoto	4121	1,1

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

#### WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

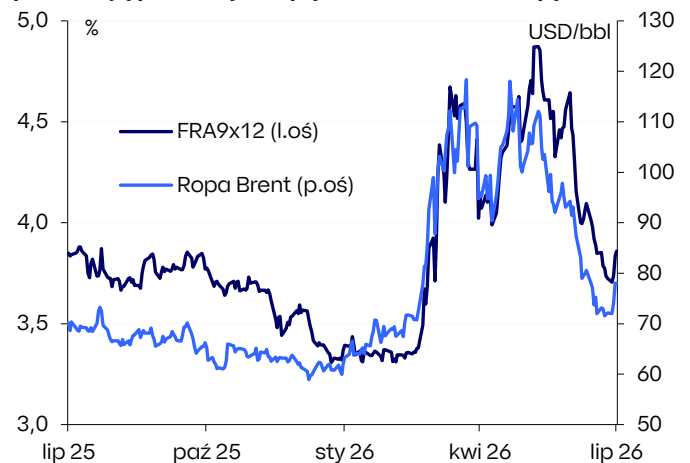
- **ŚWIAT: Przedstawiciele władz USA przekazały mediom, że w czwartek siły USA nie prowadziły nowych uderzeń na Iran, a wg agencji Axios, Katar i Pakistan starają się doprowadzić do złagodzenia napięć między USA a Iranem. Jednocześnie irańskie media pisały o kolejnych atakach dzisiejszej nocy, do których jednak nie przyznają się Amerykanie. Wczoraj w nocy odbył się pogrzeb długoletniego przywódcy A.Chameneia. Uroczystości pogrzebowe trwały od kilku dni.**
- **USA: Prezes Fed K.Warsh wybrał 15 liderów pięciu nowych grup zadaniowych, których zadaniem będzie zreformowanie działania banku**

**Rynkowe wyceny ścieżki stóp procentowych NBP (implikowane z kontraktów FRA) znów zakładają obniżki**



Źródło: NBP, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

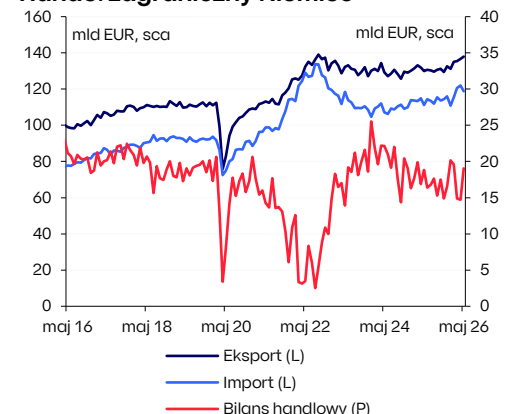
**Oczekiwania w odniesieniu do przyszłych decyzji RPP pozostają pod silnym wpływem zmian cen ropy**



**centralnego.** Wśród wybranych osób znajdują się znani oraz cenieni eksperci i decydenci – byli prezes Banku Anglii M.King i byli prezes Banku Brazylii A.Fraga szefować będą grupie zajmującej się komunikacją, a specjalizujący się w finansach były prezes Banku Indii R.Rajan grupie zajmującej się polityką bilansową. Z kolei R.Chetty, zajmujący się nierównościami laureat nagrody J.B.Clarka, ma przewodzić grupie zajmującej się poprawą jakości i aktualności danych. Znany inwestor technologiczny M.Andreessen ma być liderem grupy ds. AI. Grupie mającej przeanalizować źródła inflacji i możliwe zmiany w strategii inflacyjnej przewodzić mają światowej sławy ekonomiści, m.in.: G.Mankiw (autor podręczników, a kiedyś szef doradców G.W.Busha) i T.Sargent (laureat Nagrody Nobla, współtwórca teorii racjonalnych oczekiwań). Prace grup zadaniowych mają odbywać się niezależnie od Fed, ale ze wsparciem ekspertów banku centralnego, a ich celem będzie wypracowanie rekomendacji i informacji zwrotnej dla FOMC.

- **EUR: [Minutes](#) z posiedzenia EBC w dniach 10-11 czerwca potwierdzają, że decyzja o podwyżce stóp procentowych o 25pb była jednogłówna. Jednocześnie w komunikacie nie pojawiły się sygnały sugerujące, że podwyżki stóp będą kontynuowane.** Podkreślono, że decyzja nie miała charakteru ostrożnościowego, lecz była uzasadniona tym, że w każdym z trzech prezentowanych scenariuszy inflacja pozostawała powyżej celu. Uznano, że podwyższone ceny energii powodują pośrednie wzrosty innych cen i zwiększają ryzyko efektów drugiej rundy oraz zakotwiczenia się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie. Rada Prezesów przeanalizowała także, czym obecna sytuacja różni się od tej z 2011, kiedy podniesiono stopy w kwietniu i lipcu, a następnie obniżono w listopadzie i grudniu. Zwrócono uwagę przede wszystkim na to, że obecnie nie obserwuje się narastających napięć w systemie finansowym. **Doświadczenia z 2011 oraz utrzymująca się wysoka niepewność wskazują jednak, że Rada powinna unikać wcześniejszego zobowiązania się co do przyszłych decyzji w zakresie polityki pieniężnej.**
- **USA: J.Williams (NY Fed, z prawem głosu w FOMC)** nie oczekuje trwałego wzrostu cen energii w dalszej części roku, mimo eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie. Bazowym scenariuszem wg niego pozostaje spadek cen energii, zgodnie z oczekiwaniami rynkowymi. Bankier odmówił odpowiedzi na pytanie o to jaką decyzję podejmie na najbliższym posiedzeniu 28-29 lipca.
- **USA: Liczba nowych wniosków o zasiłek dla osób bezrobotnych w ostatnim tygodniu wyniosła 215 tys. wobec 217 tys. tydzień wcześniej przy oczekiwaniach na wzrost do 218 tys.** Liczba bezrobotnych kontynuujących pobieranie zasiłku wyniosła 1,814 mln (sa) wobec 1,806 mln tydzień wcześniej. Dane potwierdzają względnie stabilną sytuację na amerykańskim rynku pracy, która pozwala Rezerwie Federalnej skupić się w większym stopniu na inflacji.
- **USA:** Sprzedaż domów na rynku wtórnym w czerwcu obniżyła się do 4,09 mln saar z 4,19 mln saar w maju (dane zrewidowane w górę z 4,17 mln) wobec oczekiwań na wzrost sprzedaży do 4,20 mln.
- **GER: Saldo handlu zagranicznego w maju wzrosło do 19,1 mld EUR (sca)** z 14,7 mld EUR w kwietniu. Eksport zwiększył się o 0,9% m/m (sca), silniej niż oczekiwano (kons.: 0,5% m/m), zaś import obniżył się o 2,5% m/m, znacznie silniej niż zakładał rynek (kons.: -0,8% m/m). W ujęciu rocznym dynamika eksportu wyniosła 6,1%, zaś importu 6,9%. Eksport do państw UE wyniósł 78,3 mld EUR (wobec 137,9 mld EUR eksportu ogółem) i spadł o 1,1% m/m, zaś import z państw UE wyniósł 59,5 mld EUR (wobec 118,8 mld EUR importu ogółem) i spadł o 2,5% m/m. Eksport z Niemiec do Polski obniżył się o 2,9% m/m, zaś import z Polski wzrósł o 1,4% m/m. Eksport do USA wyniósł 14,1 mld EUR, co przekłada się na wzrost o 23,1% m/m oraz 15,4% r/r, zaś import z tego kraju wyniósł 9,5 mld EUR i wzrósł o 11,5% m/m. Pomimo zawirowań w polityce handlowej Stanów Zjednoczonych, saldo handlowe Niemiec pozostaje wyraźnie dodatnie.
- **CZE: Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 2,0% r/r po wzroście o 1,5% r/r w kwietniu, a dane były lepsze od oczekiwanych (kons.: 1,2% r/r).** W ujęciu miesięcznym produkcja spadła o 0,4%. Do wzrostu produkcji w maju (w ujęciu rocznym) przyczyniły się przede wszystkim produkcja pojazdów

Handel zagraniczny Niemiec

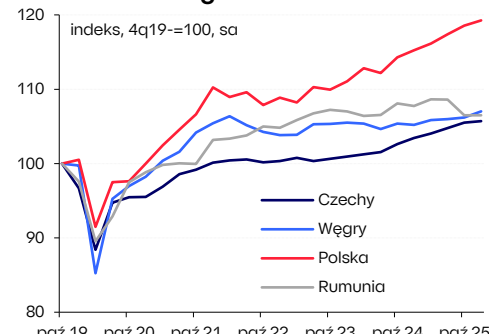


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

samochodowych, przyczep i naczip, produkcja metalowych wyrobów gotowych oraz produkcja chemikaliów i wyrobów chemicznych, natomiast w produkcji pozostałego sprzętu transportowego odnotowano spadek (m.in. za sprawą efektu bazy). Nadal spadała produkcja w górnictwie i wydobywaniu. Wartość nowych zamówień przemysłowych wzrosła o 4,0% r/r.

- **CZE: Stopa bezrobocia w czerwcu wyniosła 4,8%**, zgodnie z oczekiwaniami i bez zmiany względem maja. Liczba osób bezrobotnych obniżyła się jedynie nieznacznie (do 356,1 tys. z 358,9 tys.), zaś liczba wakatów wzrosła do poziomu najwyższego od początku 2025.
- **ROM: Trzeci szacunek wskazał, że PKB w 1q26 zmniejszył się o 1,2% r/r** po wzroście o 0,7% r/r w 4q25, ostateczne dane potwierdziły wstępne szacunki. Był to pierwszy kwartał ze spadkiem PKB (w ujęciu rocznym) od pandemii. W ujęciu kwartalnym PKB nie zmienił się (0,0% q/q sa) wobec spadku o 1,9% q/q w poprzednim okresie. Za obniżenie się PKB w największym stopniu odpowiada konsumpcja prywatna (-1,2pp), której spadek jest konsekwencją trwającej w Rumunii konsolidacji fiskalnej (obejmującej m.in. podwyższenie stawki VAT, akcyzy, podatku od dywidend; zamrożenie płac w sektorze publicznym oraz emerytur). Jednocześnie w najnowszym szacunku zrewidowano konsumpcję publiczną, której wkład do wzrostu okazał się dodatni (0,4pp wobec -0,1pp wg wcześniejszych danych). W dół zrewidowano wkład inwestycji (0,4pp wobec 0,9pp wcześniej) a także zapasów (-2,5pp wobec -1,0pp w poprzednim szacunku). Minimalnie lepszy okazał się wkład eksportu netto (0,3pp wobec 0,2pp). **Choć ostatecznie spadek PKB w 1q26 był mniejszy niż według pierwszego odczytu (-1,7% r/r), to podtrzymujemy prognozę ujemnej dynamiki PKB w całym 2026.**

Wzrost PKB w regionie CEE



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

#### WYDARZENIA KRAJOWE:

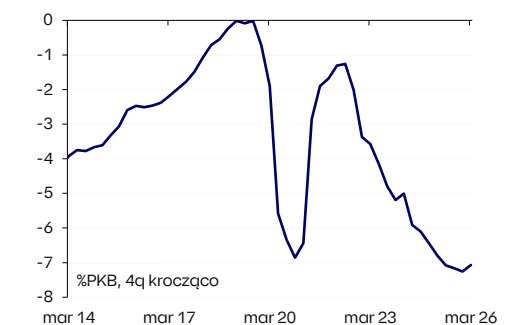
- **POL:** Na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP Prezes NBP A.Głapiński określił członków Rady jako „ostrożne gołębie”. Powiedział, że „każdy jest innym gołębiem, ale mniej krogulczym niż zazwyczaj”, co wyraźnie sugeruje łagodzenie nastrojów wszystkich (lub niemal wszystkich) członków RPP. Jednocześnie Prezes NBP nazwał siebie samego „mniej ostrożnym gołębiem, mniej płochliwym”. **Stwierdził, że obniżka stóp jeszcze w tym roku jest prawdopodobna (zakładając, że sytuacja makroekonomiczna się nie zmieni), jednak zastrzegł, że jest to tylko jego zdanie, a nie całej Rady i być może jest jedynym członkiem RPP, który dopuszcza obniżkę stóp już w 2026. Dodął, że nie wyklucza złożenia wniosku o obniżkę stóp o 25 pb po wakacjach (choć nie wie czy wniosek znajdzie poparcie większości Rady), ale o dwóch obniżkach w tym roku nie ma mowy.** Przewodniczący RPP ocenił, że do połowy 2027 wszyscy członkowie RPP wyzbędą się ostrożności, co wpisuje się w naszą prognozę wznowienia obniżek stóp procentowych w 2027. **Jednocześnie bilans czynników ryzyka dla naszej prognozy przechylił się w kierunku wcześniejszego rozpoczęcia łagodzenia – w bazowym scenariuszu zakładamy, że pierwsza obniżka nastąpi w lipcu 2027, jednak nie wykluczamy ruchu jeszcze w 1h27.** Prezes NBP powiedział również, że w najbliższych kwartałach inflacja może przejściowo wzrosnąć w związku ze wzrostem VAT i akcyzy na paliwa, jednak pozostanie w przedziale dopuszczalnych odchyłań od celu NBP (2,5% r/r  $\pm$ 1pp). **Według nas w dalszej części tego roku inflacja może wzrosnąć silniej niż założono w projekcji, co sprawi, że RPP zaczeka z obniżkami do przyszłego roku.** Sytuację inflacyjną A.Głapiński określił jako dobrą, wskazując, że jedynym obszarem słabości krajowej gospodarki są finanse publiczne. W kontekście sytuacji w Zatoce Perskiej powiedział, że częściowo przywrócony ruch statków w cieśninie Ormuz doprowadził do spadku cen ropy, a następnie wymiana ognia doprowadziła do ponownego wzrostu cen surowca. Oceniał, że ta sytuacja może trwać bardzo długo. Niemniej skala wstrząsu gospodarczego w Polsce wywołanego wojną na Bliskim Wschodzie okazała się mniejsza niż można się było wcześniej obawiać, a Polsce nie grozi ponowny wzrost inflacji w skali obserwowanej w 2022. Wśród czynników ryzyka dla inflacji Prezes NBP wymienił m.in. ceny energii, kształtowanie polityki fiskalnej oraz sytuację wojenną, zarówno w Ukrainie, jak i na Bliskim Wschodzie. W ocenie

A.Głapińskiego wzrost wynagrodzeń nie powinien być czynnikiem proinflacyjnym (choć był nim w przeszłości) – dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wyraźnie spowalnia i jest najniższa od 5 lat. Prezes NBP powiedział również, że zmiana kursu złotego interesuje Zarząd NBP tylko wtedy, gdy jest gwałtowna, nagła, niespodziewana i grozi zakłóceniem normalnego rytmu gospodarki. Wtedy zdarzają się interwencje banku centralnego na rynku walutowym. Poza tym kurs złotego jest płynny i w normalnych okolicznościach pozostaje poza zainteresowaniem Zarządu.

**W reakcji na konferencję prasową wyceny rynkowe (implikowane z kontraktów FRA) przesunęły się w dół i ponownie wyceniają obniżki stóp NBP po kilku miesiącach wyceniania agresywnych podwyżek, które nigdy nie nastąpiły (por. wykres na pierwszej stronie).**

- **POL:** Rada Polityki Pieniężnej zmieniła termin wrześniowego posiedzenia na 8–9 września 2026 z 1–2 września oraz konferencji po posiedzeniu na 10 września z 3 września.
- **POL:** Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych (GG) w 1q26 spadł do 7,1% PKB z 7,3% PKB w 4q25 (w ujęciu płynnego roku). Skala redukcji deficytu okazała się nieco większa niż zakładaliśmy, głównie za sprawą spadku inwestycji publicznych o 7,7% r/r (nominalnie), co prawdopodobnie wiązało się z ograniczeniem dostaw zakupionego sprzętu obronnego (potwierdzają to dane o imporcie w tej kategorii). Jednocześnie inne wskaźniki sugerują przyspieszenie inwestycji sektora GG współfinansowanych przez środki unijne. Pozostałe kluczowe kategorie wydatkowe rosły szybciej niż nominalny PKB – świadczenia społeczne (9,5% r/r), wynagrodzenia w sektorze GG (9,7% r/r) oraz koszty obsługi długu (13,8% r/r). W efekcie, wydatki sektora w relacji do PKB ponownie wzrosły, osiągając 51% PKB, co jest jednym z wyższych poziomów w UE. Dochody w 1q26 również wzrosły, osiągając 43,9% PKB (wzrost o 9% r/r). Podatki dochodowe i majątkowe (głównie PIT i CIT) zwiększyły się o 15,3% r/r, znacznie szybciej niż w poprzednich kwartałach, co wynikało prawdopodobnie z wyższej stawki CIT dla instytucji finansowych. Podatki od produkcji i importu wzrosły jedynie o 0,7% r/r (wobec 12,9% r/r w 4q25), co było skutkiem zmian w terminach rozliczeń zaliczek VAT – podatek ten spadł o 7,5% r/r po wzroście o 21,8% r/r w poprzednim kwartale. **Luka VAT w 1q26 wyniosła ok. 5-6% potencjalnych dochodów.** Obserwowana lekka konsolidacja fiskalna opiera się głównie na spowolnieniu dostaw sprzętu wojskowego. Przewidujemy, że podobna struktura sektora GG utrzyma się w kolejnych kwartałach, a deficyt ustabilizuje się w okolicach 7% PKB.
- **POL:** Dochód do dyspozycji gospodarstw domowych w 1q26 wzrósł o 6,3% r/r, spowalniając w porównaniu z dynamiką 7,8% r/r odnotowaną w całym 2025. Oprócz wyhamowania dochodów z pracy, widoczny był spadek dochodów z tytułu własności (np. odsetki od lokat, obligacji) o 12,6% r/r, co było prawdopodobnie rozłożonym w czasie efektem obniżek stóp procentowych. **Mimo to gospodarstwa domowe nadal zwiększały oszczędności – w 1q26 przeznaczały na ten cel 9,1% dochodu (w ujęciu rocznej sumy), wobec 9,0% w 4q25.** W związku z oczekiwanym dalszym spowolnieniem wzrostu realnych dochodów w kolejnych miesiącach, stopa oszczędności prawdopodobnie nie będzie już rosła.
- **POL:** Minister energii M.Motyka poinformował, że rząd nie rozmawia o powrocie pakietu CPN a o tym, jak rynkowo doprowadzić do niższych cen paliw.

Deficyt sektora GG w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Stopa oszczędności gospodarstw domowych w Polsce

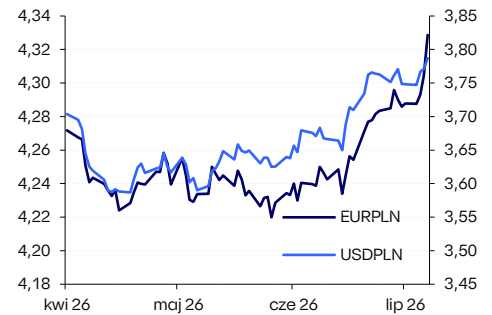


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

## KOMENTARZ RYNKOWY:

- **Złoty w czwartek osłabił się, kurs EURPLN zwiększył do 4,33, a USDPLN wzrósł do 3,79. Na rynkach bazowych EURUSD podniósł się minimalnie do 1,1430.**
- **Gołębi wydźwięk konferencji prezesa NBP A. Głapińskiego był głównym czynnikiem wpływającym na deprecjację złotego.** PLN osłabiły sugestie o możliwych obniżkach stóp NBP w przyszłym roku (choć sam Prezes widzi w sprzyjających warunkach przestrzeń do obniżki jeszcze w br.). To, przy utrzymujących się oczekiwaniach inwestorów na podwyżki stóp EBC i przede wszystkim Fed, doprowadziło do zawężenia wycenianych dyferencjałów stóp i tym samym spadku atrakcyjności krajowej waluty w strategiach carry trade. Co istotne, **złoty wyraźnie odstawał negatywnie od pozostałych walut CEE-3, a jego osłabienie nastąpiło w otoczeniu poprawy globalnych nastrojów, zniżkujących notowań ropy naftowej i zwyżki EURUSD.** Czwartkowe osłabienie złotego wobec euro istotnie wpłynęło na techniczny obraz EURPLN, gdyż kurs wybił się górzę **ze średnioterminowego trendu bocznego, w którym pozostawał od kwietnia 2025.** Warto jednak dodać, że w czasie sesji testowane były kolejne lokalne opory (strefa 4,33–4,3350), które mogą zatrzymać dalsze wzrosty tej pary przynajmniej w krótkim terminie.
- Dzisiejsze finalne odczyty inflacji konsumenckiej z Francji i Niemiec za czerwiec br., przy założeniu braku istotnych różnic względem rynkowego konsensusu, nie powinny mieć większego wpływu na wyceny ścieżki stóp EBC, a tym samym pośrednio na euro. W centrum uwagi inwestorów pozostanie zatem geopolityka, rozpatrywana przez pryzmat notowań ropy i ich wpływu na inflację oraz politykę głównych banków centralnych. W naszej opinii, **dopóki rynek nie ograniczy wycen skali zaostrzenia polityki pieniężnej przez EBC, a głównie Fed, złoty może pozostawać pod presją, tym bardziej że obraz trendów EURPLN i USDPLN wspiera ich dalsze zwyżki.**
- Na krajowym rynku długu czwartkowa sesja przyniosła silny spadek rentowności obligacji skarbowych, które powróciły w okolice poziomów z końca czerwca. Wyceny papierów wsparła przede wszystkim zapowiedź **obniżek stóp procentowych NBP w 2h26**, jaka pojawiła się na czwartkowym spotkaniu z dziennikarzami oraz przecena na rynku ropy naftowej.
- **W perspektywie piątkowej sesji oczekujemy kontynuacji trendu spadkowego - w najbliższych dniach dochodowość polskich obligacji 2-letnich może obniżyć się w okolice 3,95%, a 10-letnich do poziomu 4,25%. Głównym argumentem za takim scenariuszem pozostają nasilające się oczekiwania na cięcia stóp w Polsce, nawet jeśli zostały już one w dużej mierze wycenione przez rynek.** W świetle wczorajszego, wyraźnego złagodzenia retoryki Rady, publikacja minutes z czerwcowego posiedzenia RPP nie powinna mieć istotnego przełożenia na nastroje rynkowe. Ciekawym wydarzeniem na rynku lokalnym będzie piątkowa aukcja 50-tygodniowych bonów skarbowych z podażą rządu 2–4 mld PLN. Biorąc pod uwagę, że na wcześniejszych tegorocznych przetargach Ministerstwo Finansów sprzedawało papiery o średniej łącznej wartości 3,6 mld PLN, spodziewamy się uplasowania podobnego wolumenu. Warto przy tym odnotować, że po wykupie z 30 czerwca w obrocie rynkowym znajdują się bony o łącznej wartości 23,6 mld PLN. **Na rynkach bazowych uwaga inwestorów nadal będzie koncentrować się wokół napięć w Zatoce Perskiej. Po ostatnich atakach Iranu na jednostki handlowe w Cieśninie Ormuz i uderzeniach odwetowych USA, rynek zaczyna wyceniać scenariusz deeskalacji.** Ceny ropy nieco spadły od swoich szczytów wspierane nadziejami na powrót do amerykańsko-irańskich negocjacji. **Kontynuacja tego trendu powinna sprzyjać dalszym spadkom rentowności na globalnym rynku długu, jednak sytuacja geopolityczna pozostaje wysoce zmienna i obciążona dużym stopniem niepewności.**

## Waluty



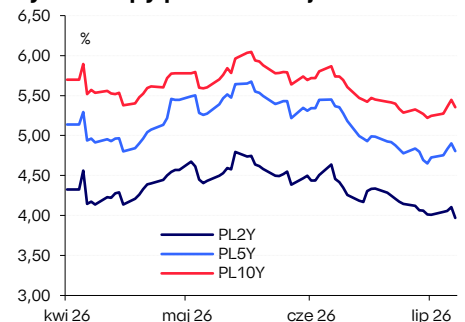
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## 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



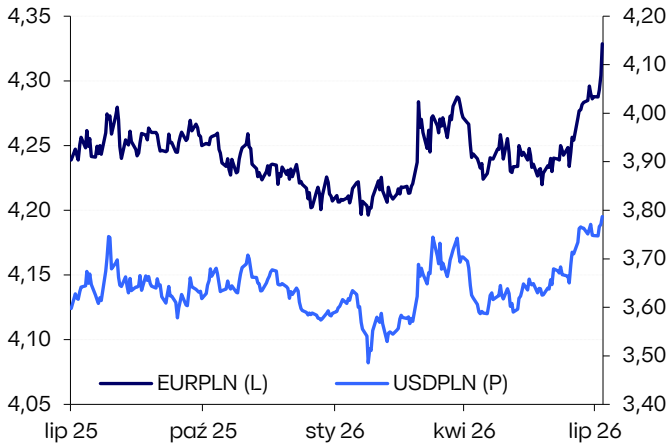
Źródło: LSEG Workspace &amp; Datastream, PKO Bank Polski.

## Prognozy rentowności obligacji

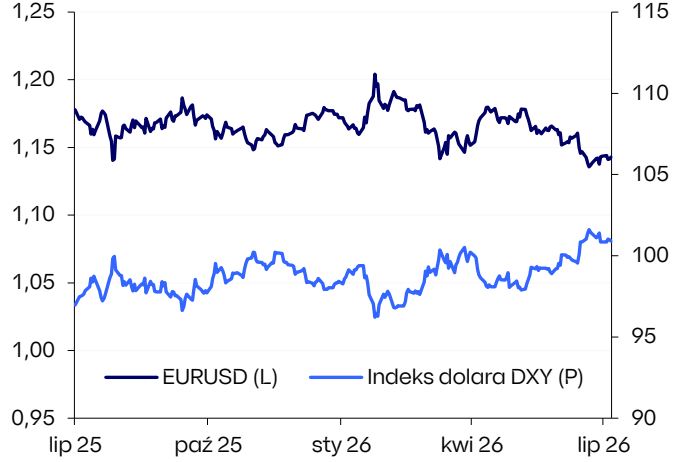
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

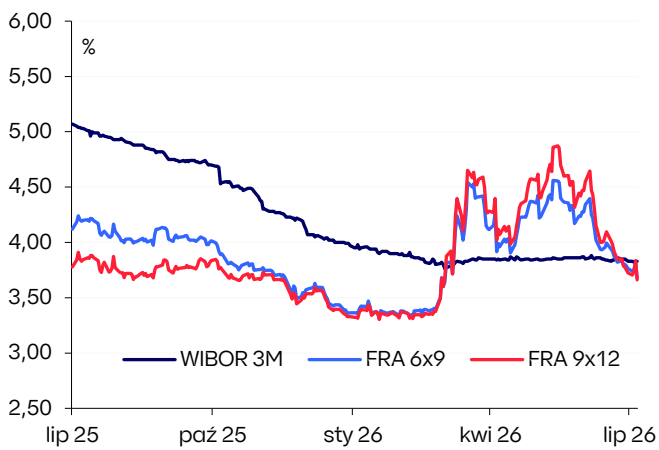
PLN vs główne waluty



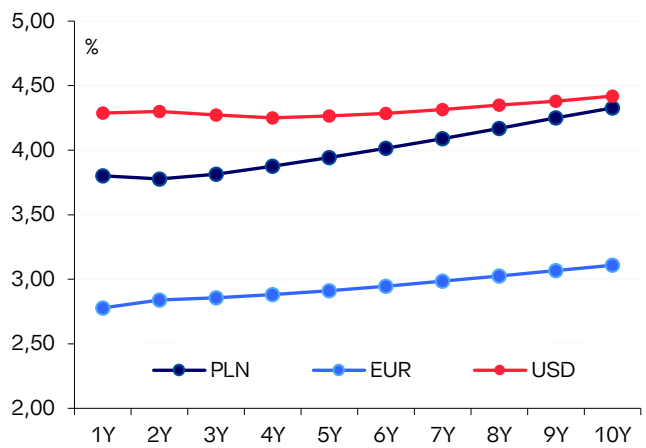
Notowania USD



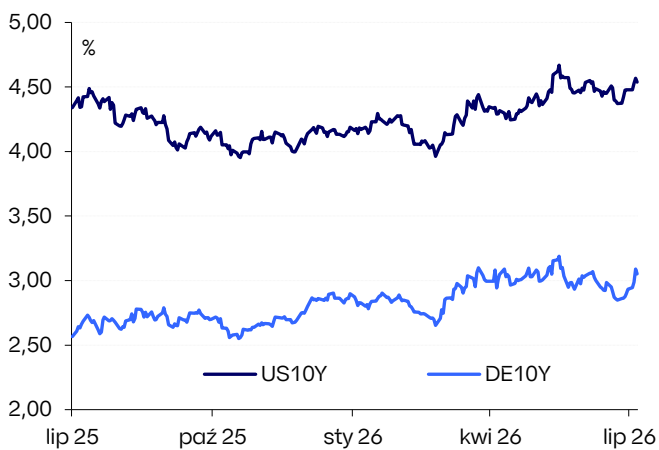
Krótkoterminowe stopy procentowe



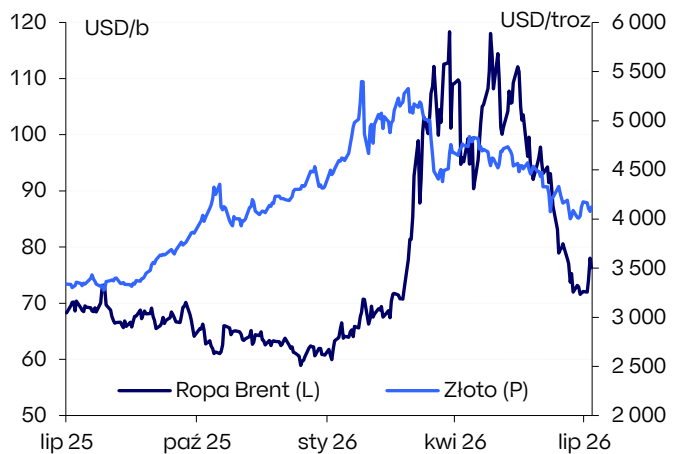
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

## Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
<b>Piątek, 3 lipca</b>						
GER: PMI w usługach (cze., rew.)	09:55	pkt.	48,1	46,8	--	48,6
EUR: PMI w usługach (cze., rew.)	10:00	pkt.	47,7	48,9	--	49,4
<b>Poniedziałek, 6 lipca</b>						
GER: Zamówienia przemysłowe (maj)	8:00	% m/m	-3,2	0,0	--	1,9
GER: Zamówienia przemysłowe (maj)	8:00	% r/r	2,1	3,7	--	6,2
HUN: Produkcja przemysłowa (maj)	8:30	% r/r	0,9	1,4	--	-0,4
HUN: Sprzedaż detaliczna (maj)	8:30	% r/r	3,6	4,7	--	4,8
EUR: Indeks Sentix (lip.)	10:30	pkt.	-13,4	-10	--	-3,1
EUR: Inflacja PPI (maj)	11:00	% r/r	4,9	5,8	--	5,9
EUR: Sprzedaż detaliczna (maj)	11:00	% r/r	1,0	1,6	--	1,6
<b>Wtorek, 7 lipca</b>						
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% m/m	0,4	0,5	--	0,9
GER: Produkcja przemysłowa (maj)	8:00	% r/r	-0,8	-0,3	--	0,1
HUN: Inflacja CPI (cze.)	8:30	% r/r	1,8	1,8	1,8	1,7
CZE: Inflacja CPI (cze., wst.)	9:00	% r/r	2,1	1,8	1,8	1,5
USA: Bilans handlowy (maj)	14:30	mld USD	-54,6	-78,8	--	-77,6
<b>Środa, 8 lipca</b>						
USA: Minutes Fed	20:00	--	--	--	--	--
<b>POL: Stopa referencyjna NBP</b>	--	%	<b>3,75</b>	<b>3,75</b>	<b>3,75</b>	<b>3,75</b>
ROM: Posiedzenie banku centralnego	--	%	6,50	6,50	6,50	6,50
<b>Czwartek, 9 lipca</b>						
CHN: Inflacja PPI (cze.)	3:30	% r/r	3,9	4,2	--	4,1
CHN: Inflacja CPI (cze.)	3:30	% r/r	1,2	1,1	--	1,0
GER: Eksport (maj)	8:00	% m/m	0,9	-0,3	--	0,9
GER: Import (maj)	8:00	% m/m	1,2	-0,8	--	-2,5
ROM: Wzrost PKB (1q)	8:00	% r/r	0,2	-1,2	--	-1,2
CZE: Produkcja przemysłowa (maj)	9:00	% r/r	1,5	1,2	--	2,0
CZE: Stopa bezrobocia (cze.)	10:00	%	4,8	4,8	--	4,8
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych (cze.)	14:30	--	215	218	--	215
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (cze.)	16:00	mln	4,19	4,20	--	4,09
<b>Piątek, 10 lipca</b>						
GER: Inflacja CPI (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,6	2,3	--	--
GER: Inflacja HICP (cze., rew.)	8:00	% r/r	2,7	2,4	--	--
CZE: Inflacja CPI (cze., rew.)	9:00	% r/r	2,1	1,5	1,5	--

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](mailto:pkoresearch@pkobp.pl)

### Główny Ekonomista, Dyrektor Departamentu

Piotr Bujak [piotr.bujak@pkobp.pl](mailto:piotr.bujak@pkobp.pl)

### Biuro Analiz Makroekonomicznych

Marta Petka-Zagajewska (Dyrektorka Biura)	<a href="mailto:marta.petka-zagajewska@pkobp.pl">marta.petka-zagajewska@pkobp.pl</a>	691 335 426
Urszula Kryńska (Kierowniczka)	<a href="mailto:urszula.krynska@pkobp.pl">urszula.krynska@pkobp.pl</a>	722 060 794
Szymon Fabiański	<a href="mailto:szymon.fabianski@pkobp.pl">szymon.fabianski@pkobp.pl</a>	722 051 585
Kamil Pastor	<a href="mailto:kamil.pastor@pkobp.pl">kamil.pastor@pkobp.pl</a>	723 670 836
Agnieszka Pierzak	<a href="mailto:agnieszka.pierzak@pkobp.pl">agnieszka.pierzak@pkobp.pl</a>	666 823 657
Michał Reczek	<a href="mailto:michal.reczek@pkobp.pl">michal.reczek@pkobp.pl</a>	783 552 546
dr Anna Sznajderska	<a href="mailto:anna.sznajderska@pkobp.pl">anna.sznajderska@pkobp.pl</a>	722 050 645
Anna Wojtyniak-Stefańska	<a href="mailto:anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl">anna.wojtyniak-stefanska@pkobp.pl</a>	698 635 126

### Biuro Strategii Rynkowych

Mariusz Adamiak, CFA (Dyrektor Biura)	<a href="mailto:mariusz.adamiak@pkobp.pl">mariusz.adamiak@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Sławomir Bembenik, CFA (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:slawomir.bembenik@pkobp.pl">slawomir.bembenik@pkobp.pl</a>	22 580 32 39
dr Mirosław Budzicki (Rynek Stopy Procentowej)	<a href="mailto:miroslaw.budzicki@pkobp.pl">miroslaw.budzicki@pkobp.pl</a>	22 521 87 94
Andrzej Kiedrowicz (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl">andrzej.kiedrowicz@pkobp.pl</a>	722 020 635
Tomasz Marek (Rynek Walutowy)	<a href="mailto:tomasz.marek@pkobp.pl">tomasz.marek@pkobp.pl</a>	785 065 512
Tomasz Niewiński (Rynek Surowcowy)	<a href="mailto:tomasz.niewinski@pkobp.pl">tomasz.niewinski@pkobp.pl</a>	696 406 889

Jesteś zainteresowany/zainteresowana otrzymywaniem raportów analitycznych PKO Banku Polskiego?

Zapisz się: [centrumanaliz.pkobp.pl/subskrypcja](https://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 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.