

Możliwy powrót regulowanych cen paliw

- W poniedziałek złoty lekko się osłabił wobec euro, a EURPLN wzrósł w okolice 4,32, natomiast USDPLN pozostał stabilny poniżej 3,80. EURUSD, po zmiennej sesji, utrzymał się blisko 1,1370. Poranny spadek cen surowców energetycznych po zawieszeniu ataków między USA a Iranem przejściowo wspierał waluty importerów energii, w tym PLN, sprowadzając EURPLN do ok. 4,31 i USDPLN do 3,7750. W dalszej części dnia dolar odrobił jednak straty, wspierany obawami o trwałość rozejmu na Bliskim Wschodzie oraz pozycjonowaniem przed środowym FOMC i potencjalnie jastrzębim przekazem Fed. Przy pustym krajowym kalendarzu złoty pozostanie zależny od czynników zewnętrznych, a EURPLN powinien stabilizować się w pobliżu 4,32, przy ryzyku wzrostu USDPLN powyżej 3,81. Na rynku długu rentowności SPW spadły nawet o 15pb dzięki poprawie nastrojów geopolitycznych, choć kontynuacja ruchu wymagałaby nowych impulsów. Aukcja MF powinna spotkać się z solidnym popytem. Jeżeli resort finansów, wraz ze sprzedażą dodatkową, sprzeda w tym tygodniu obligacje za 13 mld PLN, przepływy netto na rynku pierwotnym będą w lipcu bliskie zera.
- W oczekiwaniu na decyzję Rezerwy Federalnej w środę, dziś skupimy się na danych makro z USA. Najpierw poznamy dane o handlu zagranicznym w czerwcu – zgodnie z oczekiwaniami deficyt handlowy USA mógł się nieco zmniejszyć względem maja (kons.: -100 mld USD). Następnie zostaną opublikowane informacje o cenach nieruchomości, które w maju wg konsensusu wzrosły nieznacznie silniej niż w kwietniu (kons.: 1,3% r/r). Na koniec dnia poznamy indeks zaufania konsumentów Conference Board. Rynkowe oczekiwania wskazują na możliwą nieznaczną poprawę nastrojów amerykańskich konsumentów w lipcu, wzorem wstępnego odczytu indeksu Uniwersytetu Michigan.
- Europejski i polski kalendarz publikacji ważnych danych jest dziś pusty.

Biuro Analiz Makroekonomicznych
Biuro Strategii Rynkowych
pkoresearch@pkobp.pl
@PKO_Research
centrumanaliz.pkobp.pl

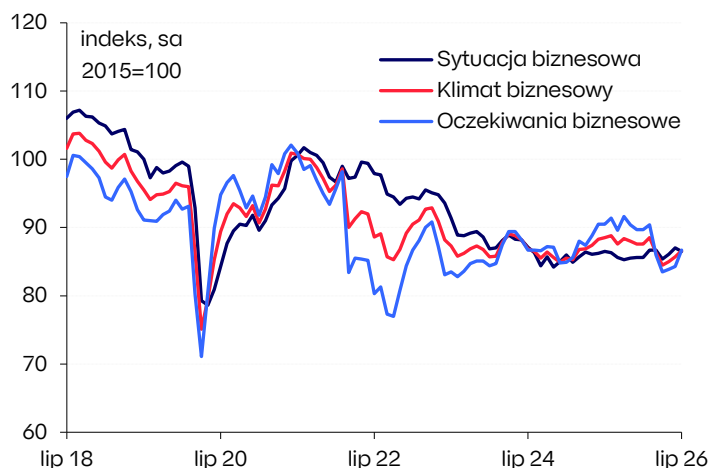
	Wartość 2026-07-27	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	144 284	0,5
STOXX Europe 600	645	0,0
S&P500	7 413	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,32	0,1
USDPLN	3,80	0,2
CHFPLN	4,63	0,1
EURUSD	1,14	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,32	-14
PL5Y	5,21	-13
PL10Y	5,65	-14
DE10Y	3,13	-5
US10Y	4,64	-4
Surowce:		
Ropa Brent	88	-8,7
Złoto	4075	0,6

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

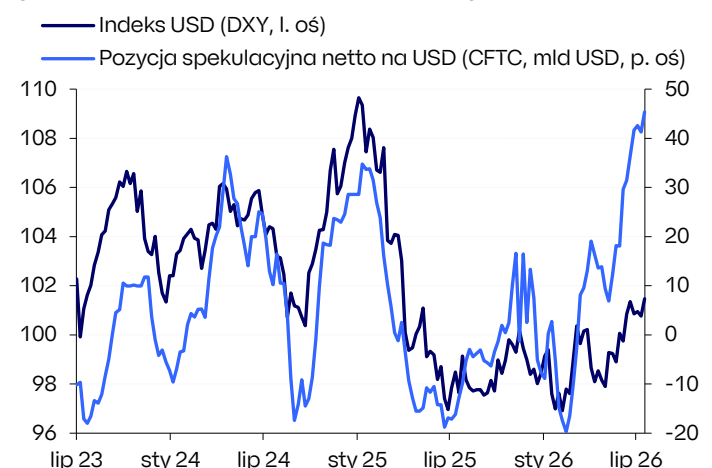
- ŚWIAT:** D.Trump poinformował, że rozmowy z Iranem, prowadzone za pośrednictwem mediatorów, są zaawansowane, ale dał im bardzo mało czasu na osiągnięcie porozumienia. Ostrzegł, że w przypadku fiaska negocjacji USA szybko wróć do „bardzo silnych działań militarnych”. Według prezydenta USA Iran zabiega o spotkanie, a Oman konsultuje się z państwami

Indeks klimatu biznesowego Ifo w Niemczech w lipcu znalazł się na poziomie najwyższym od ataku USA i Izraela na Iran



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Pozycja spekulacyjna netto na umocnienie USD wobec głównych walut wzrosła do najwyższego poziomu od 2015



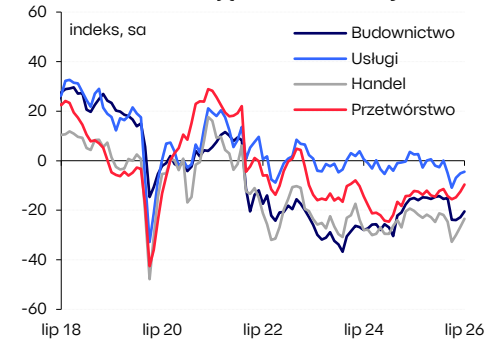
regionu w sprawie przywrócenia żeglugi w cieśninie Ormuz. Kolejna noc bez działań wojskowych sugeruje umiarkowaną deeskalację, jednak brak porozumienia i krótkie ultimatum USA wskazują, że sytuacja pozostaje niestabilna.

- **GER: Indeks klimatu biznesowego Ifo w lipcu wzrósł do 86,6 pkt. (kons.: 86,0 pkt.) z 85,7 pkt. w czerwcu, osiągając najwyższy poziom od lutego 2026**, tj. od ataku USA i Izraela na Iran. Poprawa klimatu to zasługa silnej poprawy wskaźnika oczekiwań (o 2,4 pkt. m/m) przy pogorszeniu ocen sytuacji bieżącej (o 0,5 pkt. m/m). Na tle ostatnich lat oczekiwania biznesowe są słabe, jednak szok surowcowy spowodowany blokadą cieśniny Ormuz dotychczas okazuje się mniej istotnym czynnikiem dla niemieckich przedsiębiorstw niż pełnoskalowa agresja Rosji przeciwko Ukrainie w 2022 czy wybuch pandemii COVID-19. W ujęciu sektorowym widać, że poprawa koniunktury była obserwowana we wszystkich branżach, choć w różnym natężeniu. Największy wzrost dotyczył handlu (+3,3 pkt. m/m), gdzie poprawiły się oceny zarówno sytuacji bieżącej, jak i oczekiwania. Niemniej handel pozostaje najsłabszą branżą spośród analizowanych (por. wykres na marginesie). Wyraźną poprawę koniunktury odnotowano także w przetwórstwie przemysłowym (+2,9 pkt. m/m) oraz w budownictwie (+2,4 pkt. m/m). Najmniejsza zmiana dotyczyła sektora usług (+0,7 pkt. m/m), który od kilku lat nieprzerwanie raportuje najlepszą koniunkturę. Dane Ifo wpisują się w korzystne wstępne odczyty indeksu PMI, który także sygnalizował poprawę koniunktury w Niemczech.
- **EUR: Podaż pieniądza M3 w czerwcu zgodnie z oczekiwaniami wzrosła o 3,3% r/r po wzroście o 3,0% r/r w maju (dane zrewidowane w dół z 3,2% r/r)**. Roczna dynamika węższego agregatu monetarnego M1, obejmującego gotówkę w obiegu oraz depozyty bieżące, w czerwcu spadła do 3,4% z 3,7% w maju (dane zrewidowane w dół z 4,0%). Dynamika kredytów dla gospodarstw domowych wyniosła 3,0% r/r, bez zmian względem poprzedniego miesiąca (dane zrewidowane w dół z 3,1% r/r), zaś dynamika kredytów dla przedsiębiorstw niefinansowych wyniosła 4,0% r/r, bez zmiany względem maja.
- **EUR: Prezes Banku Słowacji P.Kazimir ocenił, że Europejski Bank Centralny będzie musiał podnieść stopy procentowe co najmniej jeszcze raz w tym roku, aby zapobiec wymknieniu się inflacji spod kontroli**. Dodał, że podwyżka stóp będzie uzasadniona, nawet jeśli sytuacja nieco się poprawi, natomiast jeśli sytuacja się pogorszy, a presja cenowa stanie się silniejsza i bardziej uporczywa, EBC będzie musiał zaostrzyć politykę pieniężną bardziej niż się obecnie oczekuje. Najbliższe posiedzenie EBC odbędzie się we wrześniu, a rynek w pełni wycenia podwyżkę stóp o 25pb.
- **USA: Według wstępnych danych zamówienia na dobra trwałe w czerwcu wzrosły o 0,3% m/m, słabiej niż oczekiwano (kons.: 1,8% m/m), po spadku o 4,0% m/m w maju (dane zrewidowane w górę z -4,5% m/m)**. W ujęciu rocznym zamówienia zwiększyły się o 10,5%, w tym w samym transporcie o 11,5%.

WYDARZENIA KRAJOWE:

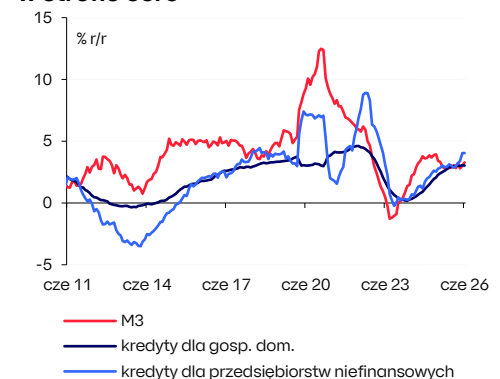
- **POL: Premier D.Tusk poinformował, że jeśli ceny paliw znów zaczną rosnąć, to rząd zaproponuje rozwiązanie ponownie wprowadzające regulowane ceny paliw na przynajmniej dwa ostatnie tygodnie wakacji**. Dodał, że jeszcze w poniedziałek spotka się z ministrem finansów A.Domańskim. Wiceminister energii K.Wojnarowski doprecyzował, że zamiastką programu CPN mogłaby być obniżka stawki VAT na paliwa na koniec wakacji i w tym zakresie trwają już prace z MF.
- **POL: Wiceminister energii W.Wrochna poinformował, że w związku z praktycznym wetem prezydenta do ustawy o nadzwyczajnych zyskach spółek paliwowych, być może rząd powinien pomyśleć o wprowadzeniu systemowego podatku na przyszłość**. Przyznał, że może to być rozwiązanie na wzór podatku CIT dla banków, ale zastrzegł, że za sprawy podatkowe odpowiada w rządzie minister finansów. Dodał, że prace rządu mogą też dotyczyć firm gazowych, nie tylko paliwowych.
- **POL: Przeciętne oczekiwane trwanie życia noworodka (e_0) płci męskiej w 2025 wyniosło 75,4 roku, natomiast płci żeńskiej 82,5 roku**. To oznacza, że

Indeks klimatu biznesowego Ifo w Niemczech w ujęciu sektorowym



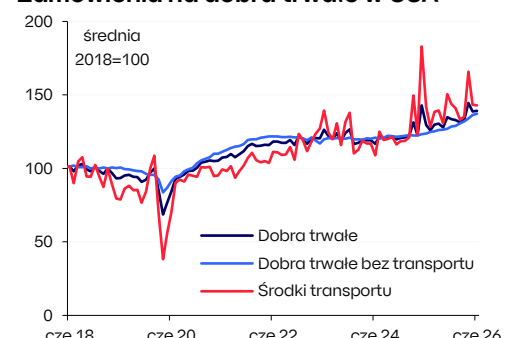
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika podaży pieniądza M3 w strefie euro



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia na dobra trwałe w USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

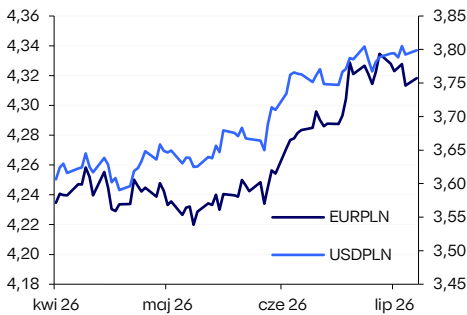
gdyby przez całe życie osoby urodzonej w 2025 warunki umieralności ludności zaobserwowane w danym roku nie uległy żadnym zmianom, to dożyłaby ona przeciętnie właśnie tego wieku. W porównaniu z 2024 e_0 wzrosło o 0,4 roku dla mężczyzn oraz o 0,2 roku dla kobiet. W odniesieniu do 1990 roku było wyższe odpowiednio o 9,2 roku i 7,3 roku.

- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 26 lipca podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 67,4% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.
- **POL:** Ministerstwo Finansów, w odpowiedzi na interpelację poselską, poinformowało, że szacunkowy koszt dla budżetu wynikający z podniesienia wynagrodzeń w państwowej sferze budżetowej w 2027 o 3% wynosi ok. 7,0 mld PLN. W hipotetycznym scenariuszu wzrostu wynagrodzeń w „budżetówce” o 5% koszt wyniósłby ok. 12,0 mld PLN, przy 10% około 24,0 mld PLN, zaś przy 15% około 36,0 mld PLN.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty marginalnie osłabił się wobec euro, a kurs EURPLN wzrósł w pobliże 4,32. W relacji do dolara krajowa waluta pozostała stabilna a kurs USDPLN utrzymał się pod poziomem 3,80. Na bazowych rynkach FX, po dość zmiennej sesji, kurs EURUSD pozostał w okolicach 1,1370.
- Wyraźny spadek cen surowców energetycznych, związany z weekendowym zawieszeniem ataków zbrojnych między USA a Iranem, jedynie w godzinach porannych wspierał waluty krajów silnie uzależnionych od ich importu, w tym złotego. Kurs EURPLN zszedł wówczas w pobliże 4,31 a USDPLN w okolice 3,7750. W dalszej części sesji dolar umocnił się jednak na szerokim rynku i odrobił większość wcześniejszych strat. Wsparciem dla amerykańskiej waluty były narastające obawy inwestorów o trwałość zawieszenia walk na Bliskim Wschodzie oraz prawdopodobne pozycjonowanie przed śródkowym posiedzeniem FOMC i potencjalnie jastrzębim przekazem Fed.
- We wtorek krajowy kalendarz makroekonomiczny jest pusty, dlatego złoty pozostanie przede wszystkim pod wpływem impulsów napływających z otoczenia zewnętrznego. Uwagę globalnych inwestorów może przyciągnąć lipcowy odczyt indeksu zaufania konsumentów Conference Board z USA. Przy braku wyraźnego negatywnego zaskoczenia dolar może pozostawać wspierany przez oczekiwania przed posiedzeniem FOMC. Inwestorzy liczą na jastrzębi przekaz prezesa Fed, który podtrzymałby rynkowe wyceny podwyżki stóp procentowych we wrześniu. Pozytywny sentyment wobec amerykańskiej waluty potwierdza również najwyższa od 2015 długa pozycja spekulacyjna netto na USD wobec koszyka głównych walut. W horyzoncie najbliższych sesji oczekujemy zatem stabilizacji kursu EURPLN w pobliżu 4,32, przy asymetrycznym ryzyku wzrostu USDPLN w kierunku tegorocznych maksimów powyżej 3,81.
- Na krajowym rynku stopy procentowej początek tygodnia przyniósł silny, sięgający 15pb spadek rentowności obligacji. Poprawie nastrojów sprzyjały informacje o wstrzymaniu działań zbrojnych na Bliskim Wschodzie oraz towarzyszące im spekulacje dotyczące możliwości zawarcia przynajmniej tymczasowego porozumienia między USA a Iranem. Dalszy spadek rentowności w kolejnych dniach pozostaje prawdopodobny, jednak po wyraźnym poniedziałkowym odreagowaniu jego kontynuacja może wymagać nowych pozytywnych impulsów, których na razie brakuje.
- W reakcji na poprawę koniunktury na rynku długu Ministerstwo Finansów podniosło dolną granicę śródkowej oferty na aukcji regularnej do 9-13 mld PLN z pierwotnie planowanego przedziału 7-13 mld PLN. Podobnie jak podczas ostatnich przetargów sprzedaż bez większych problemów powinna przekroczyć 10 mld PLN, a popyt może wzrosnąć w kierunku 14 mld PLN. Zainteresowaniu zakupem papierów sprzyjać będą atrakcyjne cenowo poziomy i wykup obligacji DS0726 (25 lipca). Łącznie z wypłatą odsetek od wszystkich obligacji hurtowych oraz po odjęciu portfela NBP, do inwestorów trafi blisko 36 mld PLN. Podczas dwóch dotychczasowych lipcowych aukcji regularnych MF uplasowało papiery o wartości 23 mld PLN. **Jeżeli resort finansów, wraz ze sprzedażą dodatkową, sprzeda w tym tygodniu obligacje za 13 mld PLN, przepływy netto na rynku pierwotnym będą w lipcu bliskie zera.**
- Podczas wtorkowej sesji, poza sytuacją na Bliskim Wschodzie, uwaga inwestorów na rynkach bazowych będzie koncentrować się na danych z USA. W naszej ocenie tygodniowy raport ADP z amerykańskiego rynku pracy oraz indeks zaufania konsumentów Conference Board nie mają jednak potencjału, aby istotnie zmienić nastroje rynkowe.

Waluty



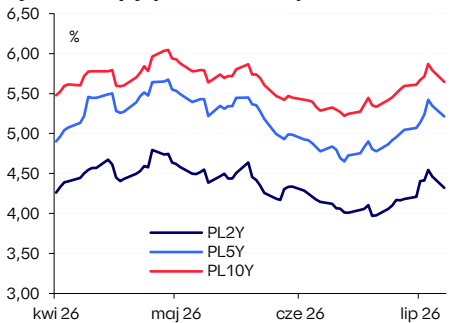
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy walutowe

Para	3q26	4q26
EURPLN	4,27	4,28
USDPLN	3,71	3,66
CHFPLN	4,59	4,51
EURUSD	1,15	1,17
EURCHF	0,93	0,95

Źródło: PKO Bank Polski.

Rynek stopy procentowej



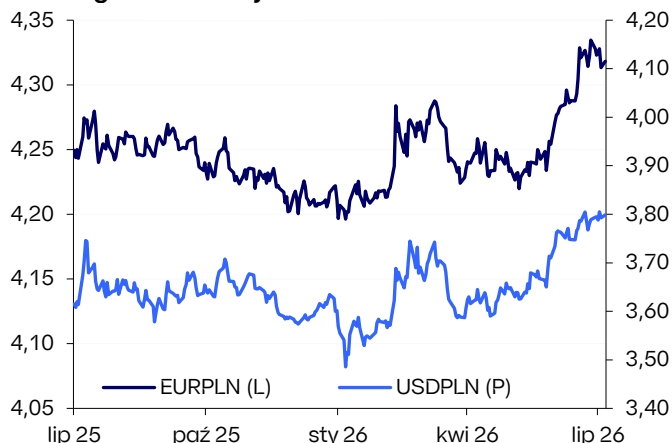
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

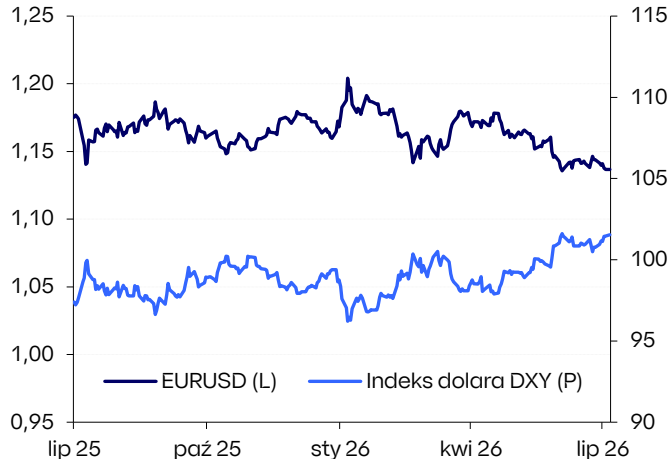
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

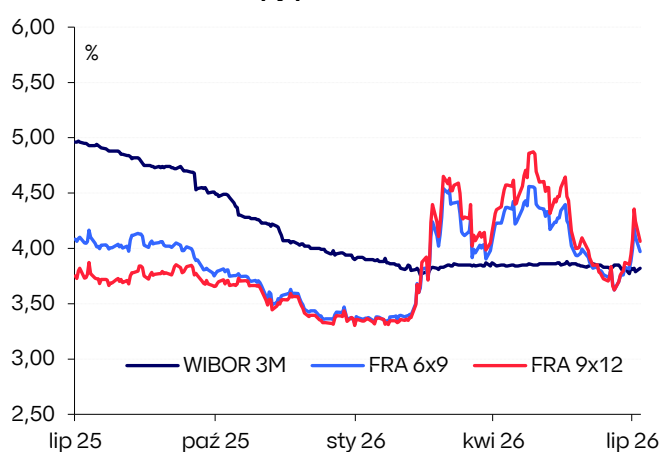
PLN vs główne waluty



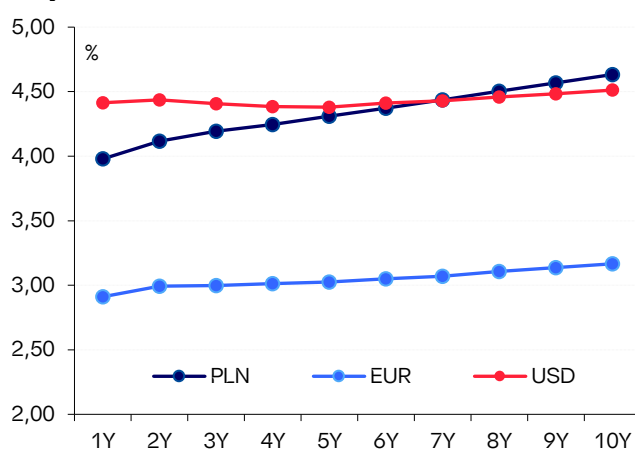
Notowania USD



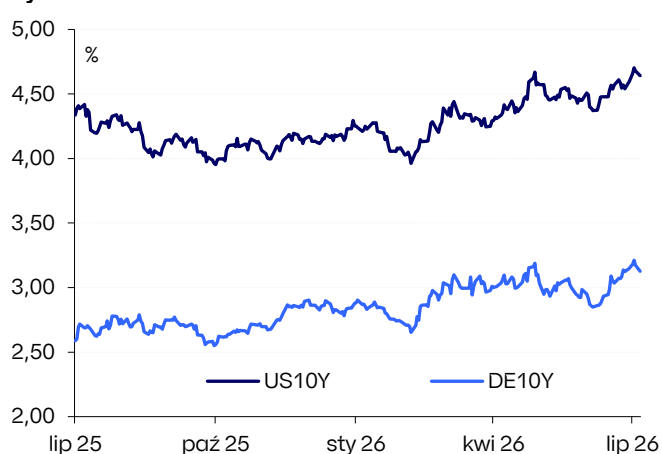
Krótkoterminowe stopy procentowe



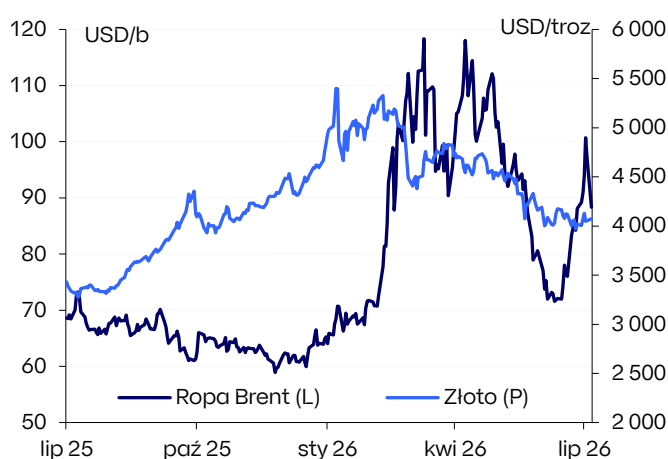
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 24 lipca						
HUN: Stopa bezrobocia (cze.)	08:30	%	4,3	4,3	--	4,4
GER: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	09:30	pkt.	50,3	50,5	--	52,2
GER: PMI w usługach (lip., wst.)	09:30	pkt.	48,6	49	--	49,6
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	10:00	pkt.	51,4	51,5	--	52,0
EUR: PMI w usługach (lip., wst.)	10:00	pkt.	49,4	49,9	--	51,6
USA: PMI w przetwórstwie (lip., wst.)	15:45	pkt.	53,9	54,4	--	53,8
USA: Sprzedaż nowych domów (cze.)	16:00	tys.	580	605	--	628
Poniedziałek, 27 lipca						
GER: Indeks Ifo (lip.)	10:00	pkt.	85,6	86,0	--	86,6
EUR: Podaż pieniądza M3 (cze.)	10:00	% r/r	3,0	3,3	--	3,3
USA: Zamówienia na dobra trwale (cze., wst.)	14:30	% m/m	-4,0	1,8	--	0,3
Wtorek, 28 lipca						
USA: Bilans handlowy (cze.)	14:30	mld USD	-105,8	-100	--	--
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% r/r	1,14	1,3	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip.)	16:00	pkt.	91,2	92,0	--	--
Środa, 29 lipca						
USA: Posiedzenie Fed	20:00	%	3,50-3,75	3,50-3,75	3,50-3,75	--
Czwartek, 30 lipca						
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	1,7	1,9	2,8	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	2,2	2,3	--
GER: Wzrost PKB (2q)	10:00	% r/r	0,4	0,6	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (lip.)	11:00	pkt.	95	96	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (lip., rew.)	11:00	pkt.	-17,7	-15,9	--	--
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,3	0,5	--	--
UK: Posiedzenie BoE	13:00	%	3,75	3,75	3,75	--
GER: Inflacja CPI (lip., wst.)	14:00	% r/r	2,3	2,7	--	--
USA: Dochody Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (cze.)	14:30	% m/m	0,7	0,3	--	--
USA: Deflator PCE (cze.)	14:30	% r/r	4,1	3,7	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (cze.)	14:30	% r/r	3,4	3,3	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	187	200	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	% q/q saar	2,1	2,1	--	--
Piątek, 31 lipca						
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	9:30	% r/r	2,5	3,0	3,2	--
GER: Stopa bezrobocia (lip.)	9:55	%	6,3	6,3	--	--
EUR: Inflacja HICP (lip., wst.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., rew.)	16:00	pkt.	49,5	54,0	--	--
JPN: Posiedzenie BoJ	--	%	1,00	1,00	1,00	--

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](#)


Bank Polski | 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.