

Amerykański konsument jest daleki od euforii

- Nadzieje na deeskalację konfliktu na Bliskim Wschodzie przyczyniły się podczas wtorkowej sesji do krótkoterminowego spadku cen ropy WTI poniżej 80 USD/b, wspierając jednocześnie popyt na akcje i obligacje korporacyjne. **Mimo poprawy nastrojów na świecie, dalsze spadki rentowności na globalnym rynku długu skarbowego hamowane były przez utrzymującą się niepewność przed śródownym posiedzeniem Fed. Choć rynki nie wyceniają podwyżki stóp procentowych, inwestorzy obawiają się jastrzębiej retoryki FOMC, analogicznej do niedawnego stanowiska EBC.** Do czasu konferencji prezesa Fed, K. Warsha, na rynkach bazowych należy spodziewać się stabilizacji. Stabilizacji notowań polskich obligacji będzie sprzyjać również śródowna, regularna aukcja Ministerstwa Finansów. **W przypadku braku wyraźnych sygnałów o uspokojeniu sytuacji w Zatoce Perskiej, rentowności krajowych papierów skarbowych utrzymają się prawdopodobnie na podwyższonych poziomach: w okolicach 4,40% dla instrumentów 2-letnich oraz 4,65% dla 10-letnich. Z kolei kurs EUR/PLN powinien w najbliższym czasie konsolidować się w strefie 4,3050-4,32.**
- Dzisiejsze posiedzenie FOMC może być pierwszym od dłuższego czasu, którego wynik nie jest w pełni przesądzony. Zarówno nasz scenariusz, jak i bazowy scenariusz rynkowy zakładają **utrzymanie stóp procentowych na niezmienionym poziomie w przedziale 3,50-3,75%, jednak rynek wycenia że szanse na podwyżkę o 25pb to ok. 33%.** Argumentem przeciwko podwyżce jest ostatni spadek inflacji (do 3,5% r/r w czerwcu z 4,2% r/r w maju), natomiast za podwyżką przemawiają wysokie ceny ropy i fakt, że inflacja jest powyżej celu FOMC od 5 lat. Poza samą decyzją ważne będą ton komunikatu (choć bez *forward guidance*) oraz konferencja prasowa Prezesa K. Warsha, w tym szczególnie ocena uporczywości inflacji, wpływu cen ropy i cel na gospodarkę oraz kondycji rynku pracy. Rynek będzie analizował, czy brak podwyżki będzie tylko odroczeniem jej w przyszłość.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

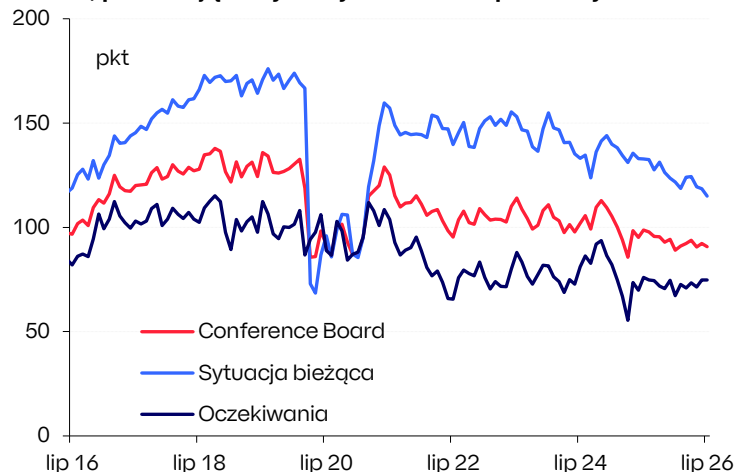
	Wartość 2026-07-28	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	144 132	-0,1
STOXX Europe 600	647	0,4
S&P500	7 429	0,2
Waluty:		
EURPLN	4,32	0,1
USDPLN	3,79	-0,1
CHFPLN	4,63	0,1
EURUSD	1,14	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,38	6
PL5Y	5,28	7
PL10Y	5,71	6
DE10Y	3,11	-2
US10Y	4,60	-4
Surowce:		
Ropa Brent	84	-4,8
Złoto	4027	-1,2

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

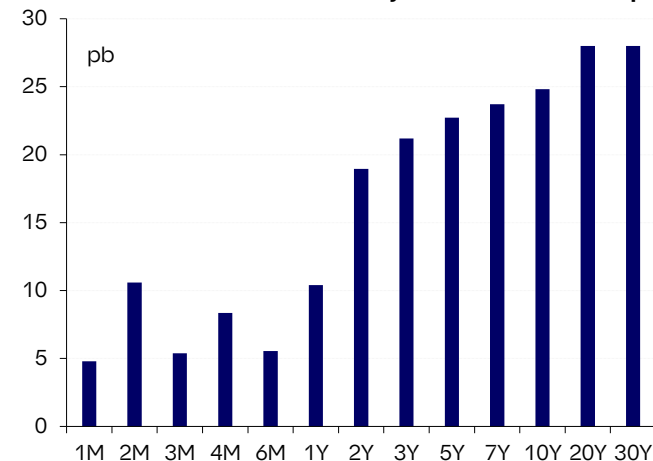
- USA:** Indeks zaufania konsumentów Conference Board w lipcu obniżył się do 90,8 pkt. z 92,2 pkt. w czerwcu (dane zrewidowane z 91,2 pkt.), tym samym plasując się poniżej rynkowych oczekiwań (kons.: 92,0 pkt.). Za spadek indeksu odpowiada pogorszenie ocen sytuacji bieżącej (-3,6 pkt. m/m) przy

Nastroje amerykańskich konsumentów od końca 2024, mimo wahań, pozostają w wyraźnym trendzie spadkowym



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Od końca czerwca 2026 krzywa dochodowości US Treasuries wzrosła na dłuższym końcu o blisko 30pb



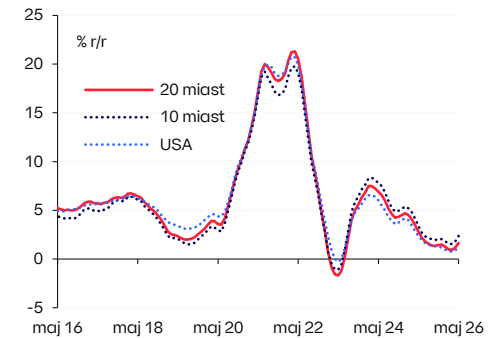
stabilizacji wskaźnika oczekiwań. Pogorszyła się także percepcja sytuacji na rynku pracy – odsetek osób uważających, że pracę jest łatwo znaleźć zmniejszył się o 0,9pp, zaś odsetek osób postrzegających sytuację przeciwnie spadł jedynie o 0,2pp. Jednocześnie nieco obniżyły się oczekiwania inflacyjne. Wskaźnik nastrojów konsumentów od końca 2024 znajduje się w wyraźnym trendzie spadkowym – od listopada 2024 obniżył się o 22 pkt. i znajduje się jedynie 5,1 pkt. powyżej lokalnego minimum osiągniętego w kwietniu 2020. O przyczynach złego stanu amerykańskiej gospodarki w oczach konsumentów, nieco wbrew twardym danym makroekonomicznym (szczególnie w przypadku indeksu Uniwersytetu Michigan) pisał na [blogu](#) noblista P.Krugman.

- **USA: Deficyt w handlu towarami w czerwcu zgodnie z oczekiwaniami obniżył się do 101,5 mld USD (sa) z 105,9 mld USD w maju.** Eksport towarów zmniejszył się o 3,8 mld USD do 204,7 mld USD, zaś import obniżył się o 8,2 mld USD do 306,2 mld USD.
- **USA: Ceny nieruchomości w 20 miastach mierzone indeksem S&P/Case-Shiller w maju wzrosły o 1,6% r/r** po wzroście o 1,2% r/r w kwietniu (dane zrewidowane z 1,1% r/r), tym samym przekraczając oczekiwania (kons.: 1,3% r/r). W ujęciu miesięcznym ceny wzrosły o 0,1% (sa). Choć roczna dynamika cen nieruchomości w 20 miastach jest najwyższa od sierpnia 2025, to na tle historycznym wzrost cen pozostaje niewielki.
- **UE/CHN:** Komisja Europejska poinformowała, że śledztwo wykazało, iż Chiny stosowały ceny dumpingowe w odniesieniu do przędzy poliamidowej trafiającej na unijny rynek. W związku z tym Unia Europejska nałożyła cła antydumpingowe na przędzę poliamidową wyprodukowaną w Chinach, aby chronić unijnych producentów. Cła ustalono na poziomie od 60% do 67,5%. Według agencji Reuters unijny rynek przędz poliamidowych, wykorzystywanych w przemyśle tekstylnym jest wart około 400 mln EUR.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL: Agencja ratingowa S&P obniżyła prognozę wzrostu polskiego PKB w 2026 do 2,9% (z 3,3% prognozowanych w kwietniu),** zaś w kolejnym roku wzrost miałby spowolnić do 2,7%. Jednocześnie agencja prognozuje, że średnioroczna inflacja CPI w tym roku wyniesie 3,6%, a w 2027 spadnie do 3,1%. W całym regionie CEE S&P obniżyła prognozy wzrostu gospodarczego na ten rok średnio o 0,4pp i podniosła prognozy inflacji średnio o 0,6pp. Powodem rewizji względem prognoz z początku roku jest szok cenowy na rynkach energii (spowodowany blokadą cieśniny Ormuz w związku z wojną USA i Izraela z Iranem). **Agencja utrzymuje rating długoterminowy Polski na poziomie A– z perspektywą stabilną, a najbliższego przeglądu ratingu kraju dokona 6 listopada.** S&P jest jedną z trzech głównych agencji ratingowych, która nie obniżyła perspektywy ratingu Polski, choć zdecydowały się na to Fitch i Moody's. **W naszej ocenie, zwłaszcza w kontekście ostatnich bardzo dobrych danych ze sfery realnej, rewizja w dół prognozy tegorocznego PKB dla Polski jest ruchem w niewłaściwą stronę.**
- **POL:** Ministerstwo Finansów, w odpowiedzi na pytania PAP Biznes, poinformowało, że hipotetyczny koszt dla budżetu państwa wynikający z podniesienia kwoty wolnej od podatku PIT do 60 tys. PLN w 2027 (z 30 tys. PLN obowiązujących obecnie) wynosi 58,6 mld PLN, natomiast koszt podniesienia II progu podatkowego do 140 tys. PLN (ze 120 tys. PLN obecnie) wynosi 11,6 mld PLN. Łącznie to ok. 1,5-1,6% PKB, tak jak wcześniej wskazywaliśmy.
- **POL:** Premier D.Tusk przed posiedzeniem rządu wezwał ministrów zaangażowanych w projektowanie przepisów o najmie krótkoterminowym, by ponownie przejrzyli proponowane rozwiązania i w razie potrzeby złożyli autopoprawkę do rządowego projektu tak, by umożliwić samorządom i lokatorom skuteczniejszą obronę swoich praw.

Ceny nieruchomości w USA

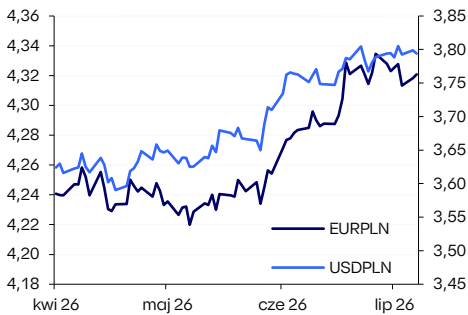


Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **We wtorek złoty nieznacznie osłabił się wobec euro w pobliże 4,3250 na EURPLN. Na bazowych rynkach FX dolar był relatywnie stabilny, a kurs EURUSD oscylował przez większą część czasu poniżej 1,1400.**
- Pusty krajowy kalendarz makroekonomiczny nie sprzyjał podwyższonej zmienności złotego, który reagował przede wszystkim na impulsy napływające z otoczenia zewnętrznego. Z Bliskiego Wschodu nie nadeszły nowe istotne informacje, które mogłyby wyraźnie zmienić postrzeganie ryzyka przez inwestorów, a dalszy spadek cen ropy naftowej nie miał już istotnego przełożenia na rynek FX. W trakcie sesji presję na złotego wywierało przejściowe umocnienie dolara, co mogło odzwierciedlać pozycjonowanie uczestników rynku przed środowym posiedzeniem FOMC. Zmiany na obserwowanych przez nas parach walutowych były jednak niewielkie i nie wpłynęły na obowiązujące na nich trendy.
- **W środę kluczowym wydarzeniem rynkowym będzie wieczorna decyzja amerykańskiej Rezerwy Federalnej. Zakładamy, że stopy procentowe pozostaną niezmiennione, choć rynek nie wyklucza podwyżki, a jej prawdopodobieństwo wg CME FedWatch wyceniane jest na nieco ponad 30%. Kluczowe dla dalszego kierunku notowań dolara będą zatem ton komunikatu oraz konferencja prezesa Fed K.Warsha. Biorąc pod uwagę wyraźnie jastrzębie oczekiwania rynku dotyczące polityki pieniężnej Fed w dalszej części roku, bardziej stonowana retoryka mogłaby je nieco schłodzić i doprowadzić do korekty wcześniejszego umocnienia dolara. W takim scenariuszu USDPLN mógłby spaść w okolice 3,78 lub nieco niżej, natomiast EURPLN zejść do strefy 4,3050-4,32. Jastrzębi przekaz Fed zwiększałby z kolei prawdopodobieństwo ustanowienia przez USDPLN nowego tegorocznego maksimum powyżej 3,8150.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej we wtorek spadki rentowności obligacji wyhamowały, gdyż brakowało nowych pozytywnych informacji wzmacniających scenariusz deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie.
- **W środę, poza sytuacją geopolityczną, uwaga krajowych inwestorów skoncentruje się na aukcji obligacji. Ministerstwo Finansów zaoferuje papiery za 9-13 mld PLN. Oczekujemy popytu na poziomie 13-14 mld PLN i sprzedaży bliskiej 11-12 mld PLN. Pojawienie się nowej podaży może krótkoterminowo ciążyć rynkowi długu.**
- **Na rynkach bazowych notowania obligacji mogą stabilizować się przed wieczorną decyzją Fed.** Ekonomiści jednomyślnie zakładają utrzymanie stóp procentowych bez zmian, choć rynek przypisuje blisko 30% prawdopodobieństwo podwyżki o 25pb. Wypowiedzi przedstawicieli FOMC wskazują na obawy przed rosnącą inflacją (czerwcowy CPI wzrósł o 3,5% r/r), wysokimi cenami surowców energetycznych, przedłużającym się konfliktem w Zatoce Perskiej, a także wysokimi oczekiwaniami inflacyjnymi (choć akurat notowania rocznych swapów inflacyjnych utrzymują się poniżej 2%). W połączeniu z pozytywnymi ocenami kondycji gospodarki amerykańskiej argumenty za bardziej restrykcyjnym nastawieniem Fed wydają się relatywnie silne. Pełna wycena podwyżki stóp dopiero we wrześniu wynika prawdopodobnie z przekonania inwestorów o możliwej deeskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie i spadku cen surowców energetycznych, a także z braku sygnałów ze strony FOMC o potrzebie natychmiastowego działania. Podobnie jak w przypadku EBC, **środowe posiedzenie może jednak przynieść bardziej jastrzębi przekaz, wskazujący na możliwość zaostrzenia polityki pieniężnej w dalszej części roku. Taki sygnał mógłby negatywnie oddziaływać na rynek długu, choć w znacznej mierze jest już uwzględniony w bieżących wycenach.**

Waluty



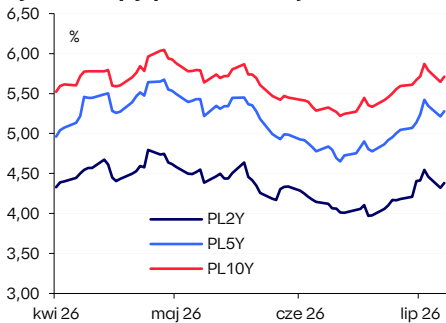
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



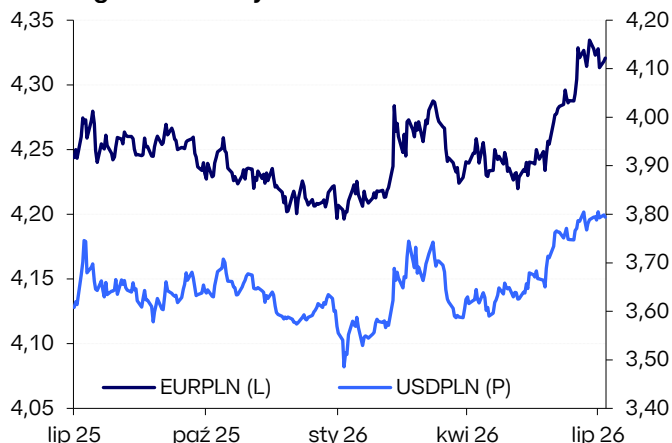
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

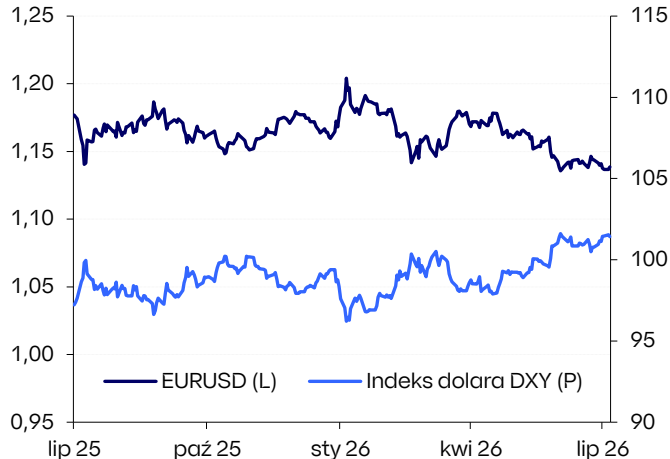
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

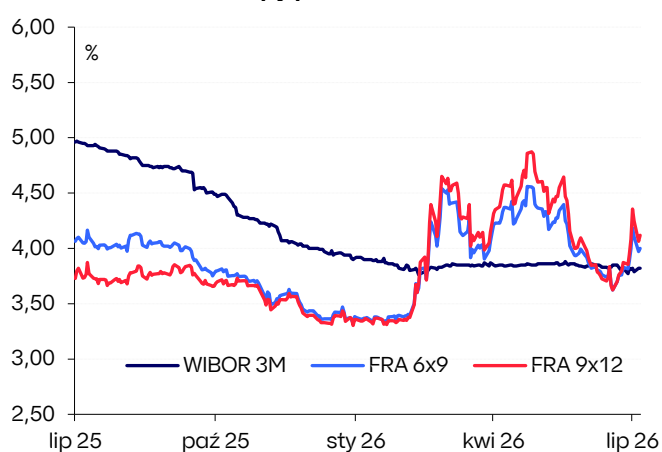
PLN vs główne waluty



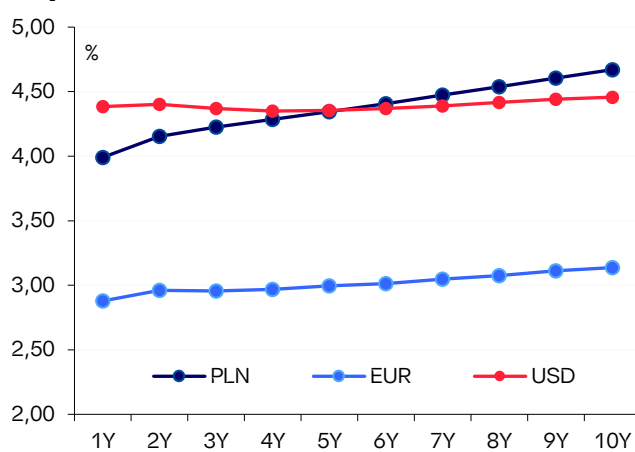
Notowania USD



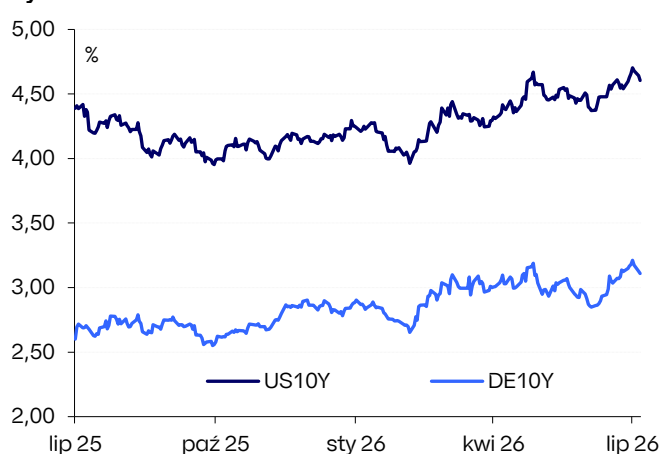
Krótkoterminowe stopy procentowe



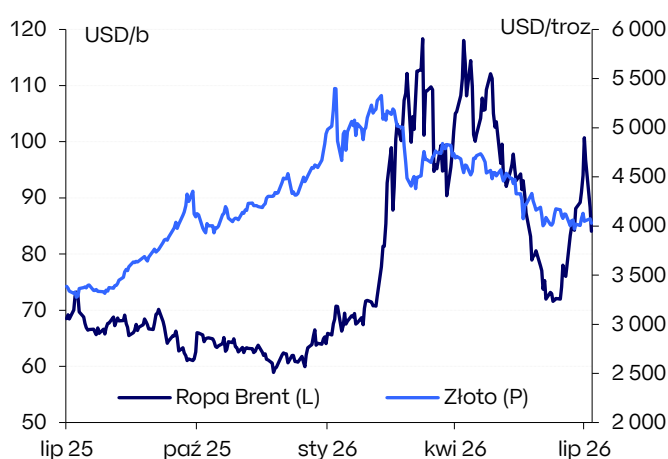
Krzywe IRS



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	-105,9	-100	--	-101,5
USA: Ceny nieruchomości (maj)	15:00	% r/r	1,1	1,3	--	1,6
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (lip.)	16:00	pkt.	92,2	92,0	--	90,8
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.