

Fed podzielony

- W środę globalne nastroje inwestycyjne uległy pogorszeniu wskutek eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, co przełożyło się na wzrost cen ropy naftowej o ponad 7% oraz wyraźne spadki cen akcji w USA. Złoty pozostał stabilny wobec euro i umocnił się o 0,6% wobec dolara. Konferencja prezesa Fed K. Warsha nie dała jednoznacznego sygnału, czy bank będzie skłonny do podwyższenia stóp procentowych we wrześniu, co schłodziło rynkowe wyceny takiego ruchu i wywołało korektę ostatniego umocnienia USD. Rentowności SPW wzrosły o 8–9pb pod wpływem wyższych cen ropy i nasilającego się ryzyka geopolitycznego. Krajowy rynek długu wsparł dobry wynik aukcji regularnej, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 11,2 mld PLN. W czwartek bilans publikacji makro ze strefy euro i USA może potwierdzić utrzymującą się przewagę amerykańskiej gospodarki i ograniczyć przestrzeń do dalszego osłabienia USD. Przy braku pozytywnych informacji z Bliskiego Wschodu **oczekujemy utrzymania EURPLN powyżej 4,32 oraz USDPLN powyżej technicznego wsparcia w pobliżu 3,76. Bez uspokojenia sytuacji geopolitycznej trudno też oczekiwać istotniejszego spadku rentowności SPW.**
- Dziś kluczowy dzień publikacji danych makro. Poznamy PKB za 2q26 ze strefy euro i USA. Dla strefy euro nie przewiduje się kolejnego kwartału spadku aktywności, jednak sygnały m.in. z raportów PMI nie dają też nadziei na istotne ożywienie – konsensus oczekuje wzrostu o 0,2% q/q (sa), co oznaczałoby jedynie odrobienie spadku z 1q26. W USA sytuacja jest lepsza – konsensus zakłada utrzymanie stabilnego wzrostu na poziomie 2,1% q/q saar, choć nowcast Atlanta Fed sugeruje jedynie 1,6% q/q saar. W cieniu tych publikacji będą wyniki **PKB z Węgier i Czech**, gdzie prognozujemy ożywienie dynamiki PKB.
- Dziś rozpoczyna się także przegląd danych inflacyjnych za lipiec. Pierwsze odczyty napłyną z Niemiec i Hiszpanii, gdzie wraz z ponownym wzrostem cen paliw oczekuje się także wyższej CPI. Dane będą podpowiedzią co do piątkowego odczytu dla strefy euro. **Inflację PCE, miarę preferowaną przez Fed, poznamy za czwarte** – oczekuje się spowolnienia zarówno w ujęciu podstawowym, jak i bazowym, w ślad za hamowaniem inflacji CPI i PPI.
- Ponadto zostaną opublikowane dane o koniunkturze w UE w lipcu oraz o sytuacji amerykańskich konsumentów w czerwcu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

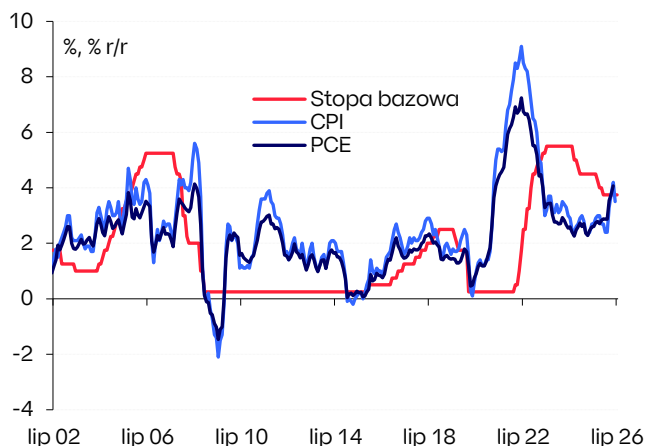
[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

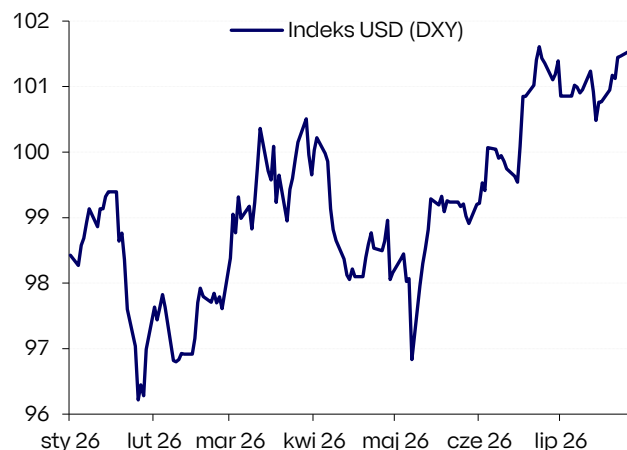
	Wartość 2026-07-29	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	144 847	0,5
STOXX Europe 600	645	-0,3
S&P500	7 316	-1,5
Waluty:		
EURPLN	4,32	0,0
USDPLN	3,77	-0,6
CHFPLN	4,63	-0,1
EURUSD	1,15	0,7
Obligacje:		
PL2Y	4,46	8
PL5Y	5,37	9
PL10Y	5,81	9
DE10Y	3,16	5
US10Y	4,62	2
Surowce:		
Ropa Brent	91	7,9
Złoto	4065	0,9

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

Fed nie zmienił stóp procentowych



Po decyzji FOMC o utrzymaniu stóp procentowych dolar osłabił się o 0,6% wobec koszyka głównych walut

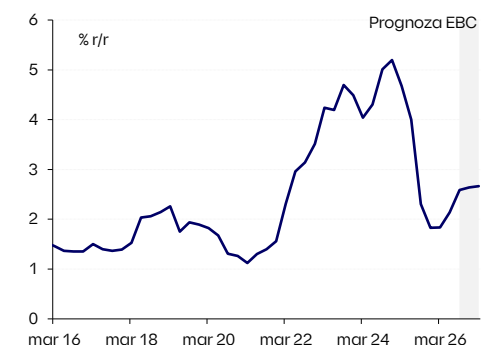


Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- **USA: Rezerwa Federalna pozostawiła stopę Fed funds bez zmian w przedziale 3,50-3,75%.** Decyzja jest zgodna z konsensem ekonomistów, choć rynek wycenił 33% szans na podwyżkę. Podobny podział odzwierciedliło głosowanie członków FOMC – za pozostawieniem stóp bez zmian opowiedziało się 9 z nich, natomiast B.Hammack, N.Kashkari i L.Logan zagłosowali za podwyżką stóp o 25pb. W krótkim [komunikacie](#) podkreślono, że gospodarka nadal rośnie w solidnym tempie mimo wysokiej niepewności związanej m.in. z konfliktem na Bliskim Wschodzie, wspierana przez silny wzrost produktywności i inwestycji. Rynek pracy pozostaje stabilny, natomiast inflacja jest wciąż podwyższona, częściowo z powodu szoków podaży, zwłaszcza wzrostu cen energii. **Podczas konferencji prasowej po posiedzeniu FOMC K.Warsh przyznał, że Fed gorzej realizuje cel inflacyjny niż cel pełnego zatrudnienia, uznając że wyższe stopy „mogą być częścią rozwiązania” tego problemu i deklarując, że Fed „nie zawaha się działać”.** K.Warsh potwierdził, że głównym wskaźnikiem inflacji śledzonym przez Fed pozostaje PCE, choć zaznaczył, że ocena procesów inflacyjnych wymaga szerszego zestawu danych. **Szef FOMC nie wyjaśnił, dlaczego nie głosował za podwyżką stóp** (oraz unikał *forward guidance*), stwierdzając jedynie, że rynek częściowo zastąpił działania Fed poprzez ostatnie wzrosty rentowności. Rynek wycenia obecnie ponad 50% szans na podwyżkę o 25pb we wrześniu, ale do tego czasu wiele może się zmienić, zwłaszcza w kontekście cen ropy. Do września poznamy jeszcze dwa odczyty inflacji i dane z rynku pracy, które mogą wpłynąć na oczekiwania. W obecnych warunkach oceniamy, że Fed nie zmieni stóp procentowych w tym roku.
- **ŚWIAT: Wojna na Bliskim Wschodzie ponownie eskaluje.** D.Trump zapowiedział zdecydowaną odpowiedź na nocny irański atak rakietowy na amerykańskie siły na Bliskim Wschodzie, podkreślając, że USA „uderzą z pełną siłą”. Według CENTCOM wszystkie wystrzelone przez Iran pociski balistyczne zostały przechwycone. Axios podał, że celem ataku była amerykańska baza w Jordanii. Był to pierwszy irański atak na siły USA od czasu wstrzymania przez Waszyngton nalotów w związku z trwającymi próbami wznowienia negocjacji z Teheranem. Jednocześnie Iran odrzucił propozycję wspólnego zarządzania cieśniną Ormuz z Omanem, co wraz z eskalacją konfliktu podbiło ceny ropy.
- **EUR: C.Patsalides** (EBC, Bank Cypru) ocenił, że na lipcowym posiedzeniu nie było podstaw do podwyżki stóp procentowych, ponieważ inflacja kształtuje się zgodnie z projekcjami, oczekiwania inflacyjne są zakotwiczone, a efekty drugiej rundy i presja płacowa są ograniczone. Bankier ostrzegł jednak, że **utrzymujące się wysokie ceny ropy zwiększają ryzyko inflacyjne, co było przyczyną wcześniejszej reakcji EBC.** Podkreślił, że decyzja we wrześniu będzie zależeć od napływających danych, a EBC nie jest związany oczekiwaniami rynkowymi ani nie planuje powrotu do *forward guidance*.
- **EUR: Tracker płac EBC pozostał praktycznie bez zmian względem czerwcowej publikacji i nadal wskazuje na umiarkowaną presję płacową w strefie euro.** Według głównego wskaźnika negocjowane wynagrodzenia wzrosną w 2026 o 2,3%, a w 1q27 o 2,7%. Przyspieszenie ma wynikać głównie z efektów statystycznych, a nie z nasilania presji płacowej. Nowe porozumienia płacowe nie zmieniły istotnie obrazu względem poprzedniej aktualizacji. To argument przeciwko tezie o szybkim nasilaniu się efektów drugiej rundy.

Tracker płac EBC, po wyłączeniu płatności jednorazowych, na podstawie płac negocjowanych



Źródło: EBC, PKO Bank Polski.

WYDARZENIA KRAJOWE:

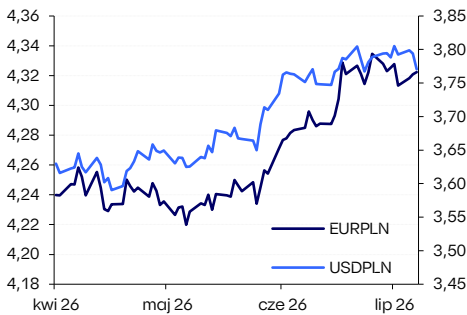
- **POL: Premier D.Tusk ponownie zapowiedział możliwość przywrócenia pod koniec wakacji regulacji cen paliw,** w tym wprowadzenia maksymalnych cen. Przedstawiciele Ministerstwa Energii postulują obniżenie stawki VAT na paliwa. Premier wstrzymuje się z oficjalną zapowiedzią niższego VAT-u, prawdopodobnie ze względu na trudną sytuację budżetową.
- **POL: Podniesienie kwoty wolnej od PIT z 30 do 60 tys. PLN popiera 89,4% Polaków,** wynika z sondażu IBRIŚ dla Rzeczypospolitej. Rząd analizuje reformę,

jednak jej koszt, wraz z podwyższeniem drugiego progu podatkowego do 140 tys. PLN, mógłby sięgnąć ok. 1,5%-1,6% PKB. Wysokie poparcie społeczne zwiększa presję na realizację obietnicy, ale stan finansów publicznych może skłonić rząd do wprowadzania zmian stopniowo.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W **środe** złoty był stabilny wobec euro, a kurs EURPLN oscylował w pobliżu 4,3250. Wyraźne osłabienie dolara na szerokim rynku przełożyło się na spadek kursu USDPLN w okolice 3,77 oraz wzrost EURUSD w pobliżu 1,1460.
- Rynkowym wydarzeniem dnia była decyzja FOMC, po której dolar wyraźnie się osłabił. Choć utrzymanie stóp procentowych było bazowym scenariuszem ekonomistów, **część uczestników rynku mogła wcześniej pozycjonować się pod ewentualną podwyżkę kosztu pieniądza w USA. Fed pozostawił jednak stopy bez zmian, a konferencja prezesa K. Warsha nie dała inwestorom jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy bank będzie skłonny do ich podwyższenia na kolejnym posiedzeniu we wrześniu. Schłodziło to rynkowe wyceny takiego ruchu i dało impuls do korekty ostatniego umocnienia dolara. W rezultacie kurs EURUSD zbliżył się do górnego ograniczenia krótkoterminowego trendu bocznego, rozciągającego się między 1,1350 a 1,1480, natomiast USDPLN naruszył lokalną strefę wsparć w przedziale 3,76–3,7750.** Pomimo wsparcia ze strony słabszego dolara złoty pozostał stabilny wobec euro, ponieważ krajowej walucie ciążyła eskalacja napięć na Bliskim Wschodzie, której towarzyszył istotny wzrost cen ropy naftowej oraz spadki na rynkach akcji w USA.
- W czwartek krajowy kalendarz makroekonomiczny jest pusty. W bogatym zestawie publikacji ze świata kluczowe dla uczestników rynku mogą okazać się wstępne odczyty PKB za 2q26 z USA i strefy euro, a także czerwcowe dane o amerykańskiej inflacji PCE. **Bilans tych publikacji może potwierdzić utrzymującą się przewagę koniunktury w USA nad strefą euro i ponownie premiować dolara, ograniczając przestrzeń do jego dalszego osłabienia.** Przy braku pozytywnych informacji z Bliskiego Wschodu **oczekujemy utrzymania kursu EURPLN powyżej 4,32 oraz USDPLN powyżej technicznego wsparcia w pobliżu 3,76.**
- Na globalnym rynku stopy procentowej, w tym również w Polsce, **w środe odnotowano wzrost rentowności obligacji, do którego przyczynili się przede wszystkim rosnące ceny ropy naftowej oraz nasilające się ryzyko geopolityczne.** Sygnały płynące w ostatnich godzinach z amerykańskiej administracji sugerują, że w krótkim terminie nie można wykluczyć dalszej eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie, w tym zapowiadanych intensywnych ataków na Iran. Realizacja takiego scenariusza mogłaby w najbliższych dniach pogłębić przecenę na rynkach długu.
- W kierunku wzrostu rentowności oddziałuje również stopniowe **zaostczenie retoryki Fed.** Podczas śródowego posiedzenia prezes Rezerwy Federalnej K. Warsh nie wskazał jednoznacznie kierunku kolejnych decyzji, co początkowo spowodowało spadek rentowności amerykańskich obligacji skarbowych. **W komunikacji banku centralnego można było jednak dostrzec kilka sygnałów zwiększających prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w kolejnych miesiącach.** Za takim scenariuszem przemawiają trzy głosy członków FOMC oddane już w lipcu za podwyżką, utrzymująca się zaskakująco dobra kondycja amerykańskiej gospodarki oraz inflacja wciąż przekraczająca cel Fed. W dłuższej perspektywie czynniki te mogą wzmacniać przekonanie inwestorów, że do zaostżenia polityki pieniężnej dojdzie w dalszej części 2026.
- Na rynku krajowym pozytywnie wyróżnił się wynik śródowej aukcji regularnej. Mimo niesprzyjającego otoczenia **Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 11,2 mld PLN, a podczas aukcji uzupełniającej uplasowało papiery za 1,4 mld PLN, co potwierdza utrzymujące się wysokie zainteresowanie polskim długiem skarbowym.** W czwartek, obok czynników geopolitycznych, na notowania obligacji na świecie wpływać będą liczne publikacje danych makroekonomicznych. Niemniej, **bez uspokojenia sytuacji geopolitycznej trudno oczekiwać istotniejszego spadku rentowności.**

Waluty



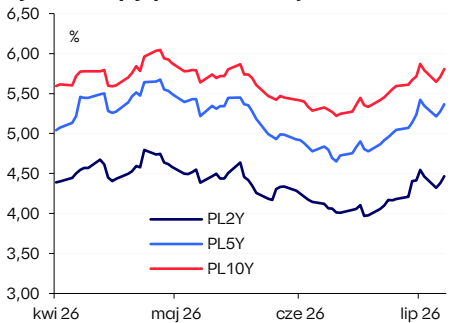
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



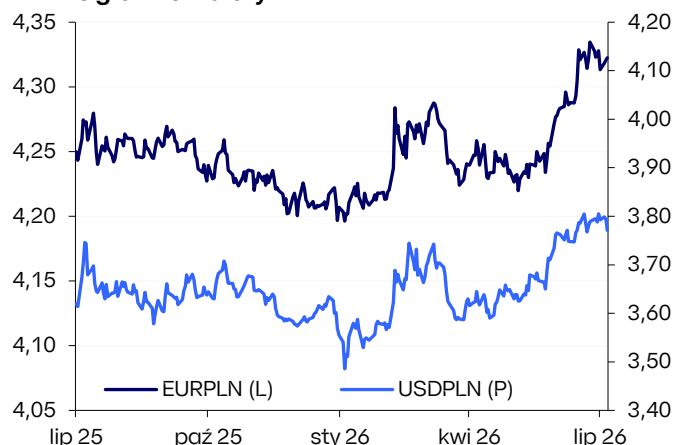
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

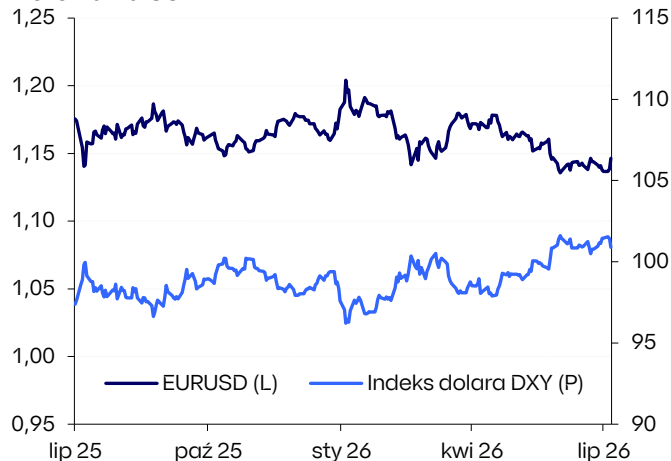
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

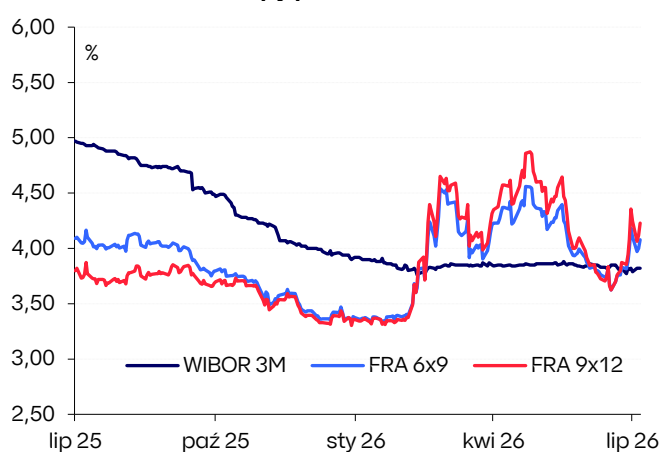
PLN vs główne waluty



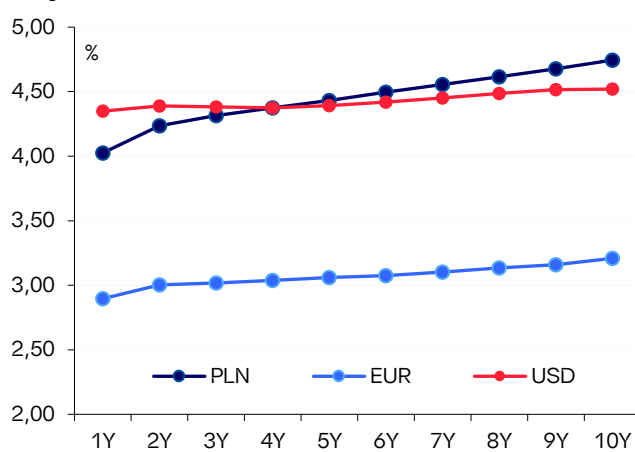
Notowania USD



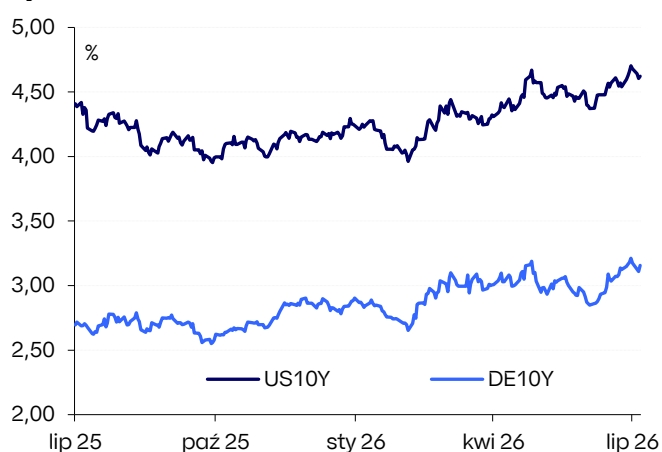
Krótkoterminowe stopy procentowe



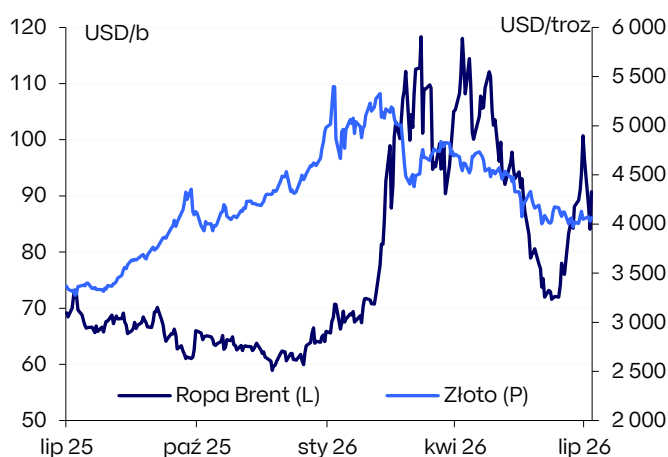
Krzywe IRS



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	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](#)


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 dolożył 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.