

Pokojoy zwrot USA

- Wtorkowa poprawa globalnego apetytu na ryzyko przełożyła się na wyraźne wzrosty indeksów akcji i nowe historyczne maksima m.in. WIG, WIG20, S&P500 oraz DAX. Takie otoczenie wsparło złotego, który umocnił się wobec euro i dolara, a kurs EURPLN naruszył istotne wsparcie w pobliżu 4,30. Jednocześnie spadek premii geopolitycznej w cenach ropy, związany z zapowiedziami możliwego szybkiego otwarcia cieśniny Ormuz, poprawił nastroje na rynkach długu, a rentowności obligacji skarbowych kontynuowały rozpoczęcie w poniedziałek spadki. **W środę w centrum uwagi pozostaną wydarzenia geopolityczne, a także dane z USA: raport ADP oraz indeks ISM dla usług. Publikacje te będą analizowane pod kątem oczekiwań dotyczących wrześniowej decyzji Fed. Na krajowym rynku FI widzimy przestrzeń do dalszego spadku rentowności obligacji, poniżej 4,20% dla papierów 2-letnich i 5,58% dla 10-letnich. Na rynku FX trwale przełamanie poziomów 4,30 dla EURPLN i 3,72 dla USDPLN będzie w naszej opinii wymagało wyraźnego przełomu dyplomatycznego na Bliskim Wschodzie, potwierdzonego przez Iran.**
- Dziś kluczową publikacją makroekonomiczną będzie raport ADP dotyczący amerykańskiego rynku pracy.** Według konsensusu wzrost zatrudnienia w lipcu okaże się trochę niższy niż w czerwcu, pozostając na niskim, lecz stabilnym poziomie, który nie powoduje wzrostu stopy bezrobocia. Taki odczyt wzmacniałby zachowawcze oczekiwania co do wyników NFP, które poznamy w piątek, choć należy pamiętać, że ostatnio korelacja pomiędzy ADP i NFP jest niewielka. Spadek dynamiki zatrudnienia to również argument dla Fed za niepodnoszeniem stóp procentowych.
- Poza tym poznamy pełne dane dotyczące koniunktury w sektorze usług strefy euro w lipcu wg PMI.** Wstępny odczyt wskazał na jego wzrost powyżej bariery 50 pkt. oddzielającej ekspansję od ograniczania aktywności. **W zakresie inflacji opublikowany zostanie czerwcowy odczyt PPI w strefie euro oraz lipcowa inflacja CPI w Czechach,** która – zarówno wg nas jak i konsensusu – nieznacznie wzrosła, do 1,7% r/r z 1,5% r/r w czerwcu.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

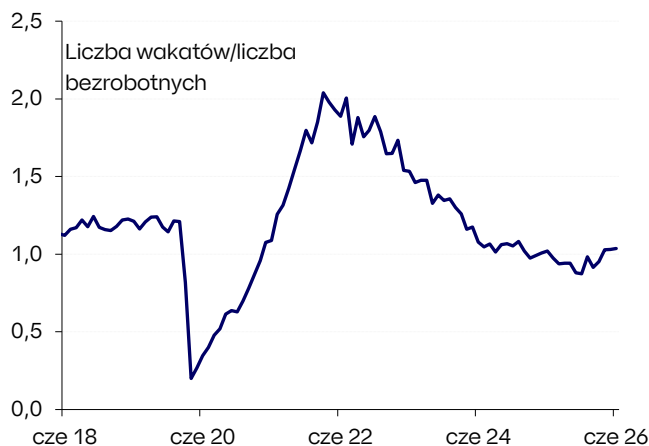
	Wartość 2026-08-04	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	151 485	2,1
STOXX Europe 600	657	0,7
S&P500	7 737	1,8
Waluty:		
EURPLN	4,29	-0,3
USDPLN	3,72	-0,6
CHFPLN	4,60	-0,3
EURUSD	1,15	0,2
Obligacje:		
PL2Y	4,23	-6
PL5Y	5,15	-7
PL10Y	5,65	-4
DE10Y	3,12	-4
US10Y	4,63	-6
Surowce:		
Ropa Brent	79	-5,3
Złoto	4076	0,6

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

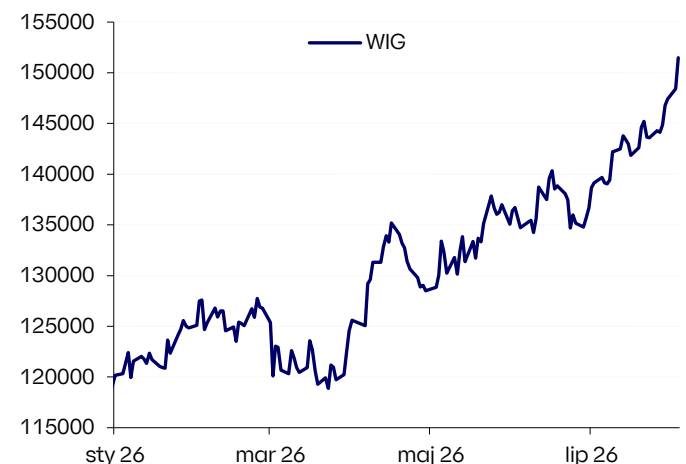
- ŚWIAT:** Sekretarz skarbu USA S.Bessent poinformował, że USA prowadzą rozmowy z Iranem i ocenił, że istnieje szansa na otwarcie zablokowanej

W USA ponownie rośnie liczba wolnych miejsc pracy w relacji do liczby bezrobotnych



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

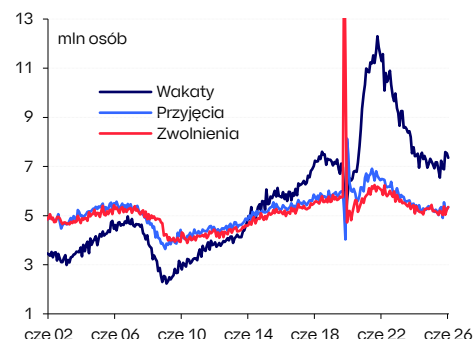
Indeks WIG po raz pierwszy w historii przekroczył 150 tys. pkt, a od początku roku zyskał już blisko 30%.



cieśniny Ormuz w środę. Dodał, że strony mogą osiągnąć porozumienie prowadzące do deeskalacji konfliktu. Następnie Katar poinformował o przygotowaniu projektu porozumienia, a zarówno amerykańscy, jak i irańscy przedstawiciele wyrazili nadzieję na ponowne otwarcie cieśniny Ormuz. Prezydent USA D.Trump powiedział, że rozmowy z Iranem „przebiegają bardzo dobrze” i dodał, że rezultat rozmów będzie znany w ciągu 48 godzin. Należy jednak pamiętać, że zarówno Prezydent USA jak i przedstawiciele tej administracji wielokrotnie w ostatnich 5 miesiącach deklarowali bliskość porozumienia z Iranem i końca wojny. **Portal Axios poinformował, że USA, Iran i Oman przygotowują się do ogłoszenia, być może już dziś, 60-dniowego porozumienia dotyczącego żeglugi przez cieśninę Ormuz.** Zgodnie z propozycją statki wpływające do cieśniny korzystałyby z północnego toru w pobliżu Iranu, natomiast jednostki wypływające poruszałyby się przez wody Omanu w koordynacji z Iranem. Według Axios w okresie obowiązywania 60-dniowego porozumienia nie byłyby pobierane żadne opłaty. Iran i Oman miałyby również oczyścić z min środkowy tor żeglugowy, aby umożliwić ruch w obu kierunkach.

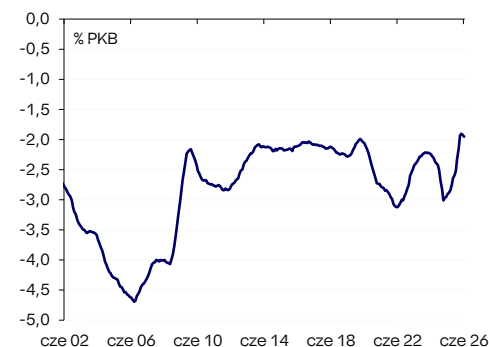
- **USA: Liczba wakatów w czerwcu, wg ankiety JOLTS, spadła do 7,36 mln (sa)** z 7,54 mln w poprzednim miesiącu, silniej niż oczekiwano (7,50 mln). Jednocześnie wzrosły stopa zwolnień (3,4% vs 3,3%) oraz stopa przyjęć (3,4% vs 3,3%). **Relacja liczby wakatów do liczby bezrobotnych również nieznacznie wzrosła (do 4% z 3% w maju).** Spadek liczby wakatów prawdopodobnie wynika z tych samych przyczyn, które spowodowały spadek zatrudnienia w czerwcu (wg NFP) – firmy (głównie handel detaliczny i hotelarstwo) zatrudniły więcej pracowników w związku z wysokimi oczekiwaniami dotyczącymi popytu podczas mundialu, ale gdy okazało się, że popyt nie sprostął oczekiwaniom, część pracowników tymczasowych została zwolniona. Dodatkowo stopa zwolnień znacząco wzrosła w górnictwie (4,1% vs 3,4%), co może być związane z tymczasowym spadkiem popytu na surowce energetyczne w USA.
- **USA: A.Paulson** (Philadelphia Fed, z prawem głosu w FOMC) stwierdziła, że pozostaje otwarta co do dalszego kierunku polityki pieniężnej. Ostatnia poprawa w danych o inflacji jest jej zdaniem zachęcająca, ale niewystarczająca. **Jeśli spadek inflacji bazowej w kolejnych miesiącach wyhamuje, może być konieczne bardziej restrykcyjne nastawienie Fed.** A.Paulson wskazała również, że rynek pracy jest stabilny, ryzyko inflacyjne jest podsyćane przez konflikt na Bliskim Wschodzie oraz inwestycje w infrastrukturę AI.
- **USA: Deficyt w handlu zagranicznym w czerwcu zmniejszył się do 73,3 mld USD z 77,6 mld USD w maju (-5,6% m/m).** Spadek wynikał z silniejszego ograniczenia importu (-1,8% m/m) niż eksportu (-0,9% m/m). Deficyt w handlu towarami spadł do 102,1 mld USD, podczas gdy nadwyżka w usługach wzrosła do 28,8 mld USD. W 1h26 deficyt handlowy był o 33,8% niższy r/r, głównie dzięki wzrostowi eksportu o 11,7% r/r przy niemal stabilnym imporcie (+0,4% r/r). **W 1h26 eksport towarów wzrósł o 15%, napędzany głównie przez eksport ropy, złota, komputerów i samolotów, przy spadkach w znacznej większości innych grup towarów.** Eksport usług również rósł (5,2%), głównie w sektorze finansowym i wartości intelektualnej. Dane wskazują, że mniejszy deficyt USA w 2026 wynika z globalnych wydarzeń geopolitycznych – niższej podaży ropy i zwiększonej niepewności – a nie z wojny handlowej, która wpływa na niższy popyt zewnętrzny w innych sektorach.
- **USA: Zamówienia w przetwórstwie spadły w czerwcu o 0,3% m/m, po majowym spadku o 1,1% m/m, podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu o 0,2% m/m.** Był to drugi z rzędu spadek, co wskazuje na utrzymujący się negatywny wpływ wysokich cen energii związanych z konfliktem na Bliskim Wschodzie oraz wysokich ceł. Zamówienia na dobra nietrwałe obniżyły się o 1,2% m/m po wzroście o 2,2% m/m w maju, głównie z powodu niższych cen produktów chemicznych i rafineryjnych, natomiast zamówienia na dobra trwałe wzrosły o 0,5% m/m po spadku o 4,0% m/m w maju. Wśród dóbr trwałych spadły zamówienia na wyroby metalowe i sprzęt transportowy, a wzrosły na

Popyt na pracę w USA



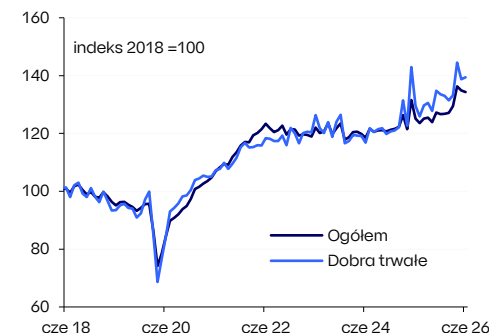
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Bilans handlowy USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia w przetwórstwie USA



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

maszyny oraz komputery i elektronikę. Pomimo ostatnich spadków, popyt pozostaje na wysokim poziomie, co powinno nadal napędzać wzrost produkcji w przetwórstwie.

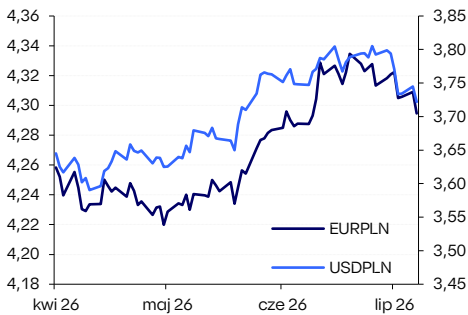
WYDARZENIA KRAJOWE:

- **POL:** Minister finansów A.Domański poinformował, że jego resort rozważa podniesienie drugiego progu podatkowego już od 2027, co byłoby korzystne dla części klasy średniej. W kwestii kwoty wolnej od podatku nie ma jeszcze konkretnych ustaleń – decyzje w tej sprawie mają zapaść w najbliższych tygodniach, w trakcie prac nad budżetem na przyszły rok.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- We wtorek złoty umocnił się wobec euro i dolara, odpowiednio nieco poniżej 4,30 na EURPLN oraz w pobliżu 3,7250 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar nieznacznie się osłabił, a kurs EURUSD podszedł w okolice 1,1530.
- Krajowy kalendarz makroekonomiczny był pusty, dlatego złoty reagował przede wszystkim na impulsy z otoczenia zewnętrznego. Krajową walutę wspierał spadek premii geopolitycznej w cenach ropy po sygnałach wskazujących na rosnące szanse dyplomatycznego rozwiązania konfliktu między USA a Iranem. Dodatkowym wsparciem były wyraźne wzrosty na globalnych rynkach akcji. Zarówno amerykański indeks S&P500, jak i warszawski WIG ustanowiły nowe historyczne maksima, zyskując odpowiednio 1,90% oraz 2,06%. Utrzymująca się hossa na rynkach akcji sprzyja walutom rynków wschodzących, m.in. poprzez napływ zagranicznego kapitału portfelowego.
- W środę krajowy kalendarz makroekonomiczny pozostanie pusty. Uwagę globalnych inwestorów przyciągną raport ADP z amerykańskiego rynku pracy oraz indeks ISM dla usług, analizowane w kontekście wycen prawdopodobieństwa wrześniowej podwyżki stóp Fed. Przy braku wyraźnych zaskoczeń publikacje te nie powinny zmienić obecnych trendów na głównych parach walutowych. **Bez przełomu w rozmowach między USA a Iranem oczekujemy utrzymania EURPLN w pobliżu 4,30, a USDPLN ponad wsparciem na 3,72. Ewentualny pozytywny przełom dyplomatyczny i towarzyszący mu wyraźny spadek cen ropy zwiększyłyby natomiast szanse na obniżenie EURPLN w okolice 4,28–4,29 oraz przełamanie przez USDPLN poziomu 3,72 i w konsekwencji przesunięcie kursu bliżej 3,70.**
- Na krajowym rynku stopy procentowej wtorkowa sesja przyniosła kontynuację spadków rentowności obligacji skarbowych. **Ruch ten wspierało dalsze obniżenie premii geopolitycznej oraz spadek cen ropy naftowej po zapowiedziach przedstawicieli amerykańskiej administracji możliwego szybkiego otwarcia cieśniny Ormuz. Pomimo istotnego umocnienia rynku długu w ostatnich dniach przestrzeń do dalszego spadku rentowności pozostaje znacząca. W przypadku obligacji 2-letnich oczekujemy trwałego ich zejścia wyraźnie poniżej 4,2%, natomiast rentowność papierów 10-letnich może spaść poniżej ostatniego lokalnego minimum, wynoszącego 5,58%. Poza poprawą sytuacji geopolitycznej scenariusz ten wspiera brak podaży obligacji skarbowych na rynku pierwotnym do połowy sierpnia.**
- Środowy kalendarz publikacji makroekonomicznych jest ograniczony, dlatego notowania mogą podążać zgodnie z trendami zapoczątkowanymi w poniedziałek. **Warto przy tym zauważyć, że mimo ostatniego spadku krzywych dochodowości krajowy rynek nadal dyskontuje podwyżkę stóp procentowych NBP o 25pb w 2027. W naszej ocenie realizacja takiego scenariusza jest mało prawdopodobna, a inwestorzy będą stopniowo ograniczać związane z nim oczekiwania. Nasz scenariusz bazowy zakłada obniżki stóp procentowych NBP w łącznej skali 75pb w przyszłym roku. Oczekujemy, że wraz ze spadkiem cen surowców energetycznych i dalszym obniżaniem się premii geopolitycznej wyceny instrumentów stopy procentowej będą stopniowo zbliżać się do naszych prognoz. Scenariusz ten wzmacnia również oczekiwana przez nas aprecjacja złotego w dalszej części kwartału, która dodatkowo ograniczyłaby presję inflacyjną. Powinno to znaleźć również odzwierciedlenie w złagodzeniu retoryki przez przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej.**

Waluty



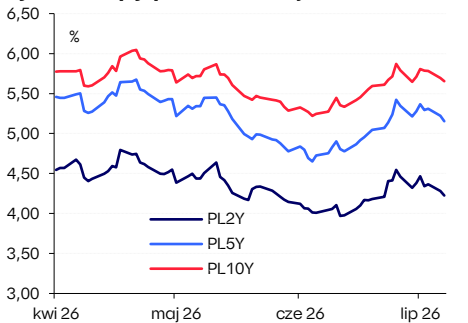
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



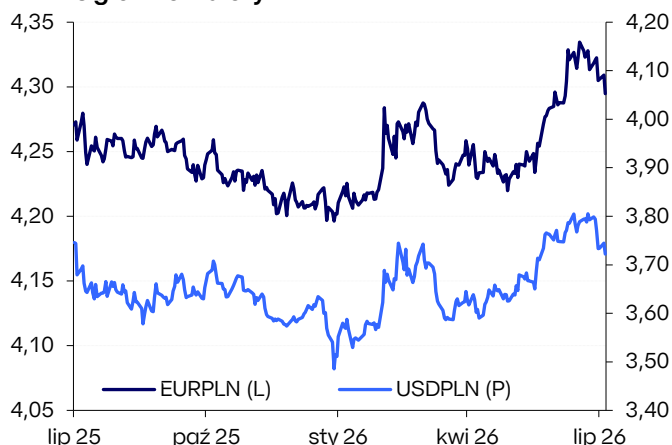
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

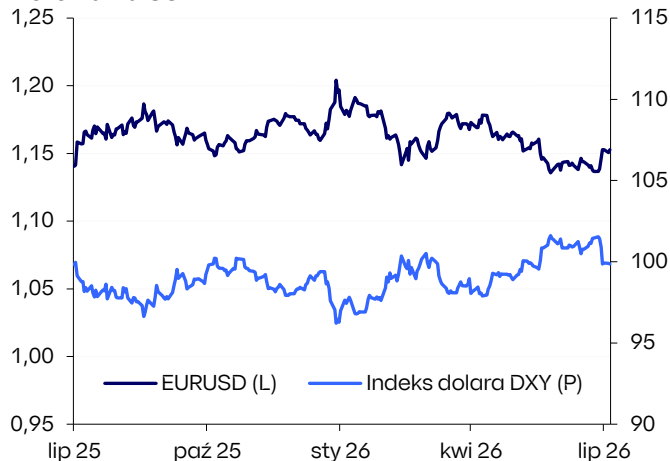
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

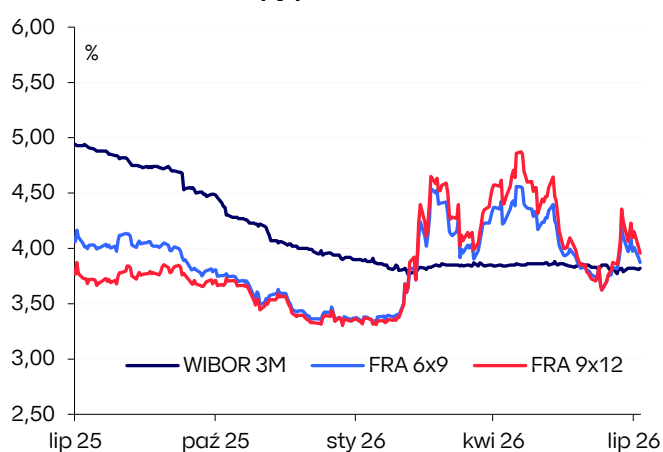
PLN vs główne waluty



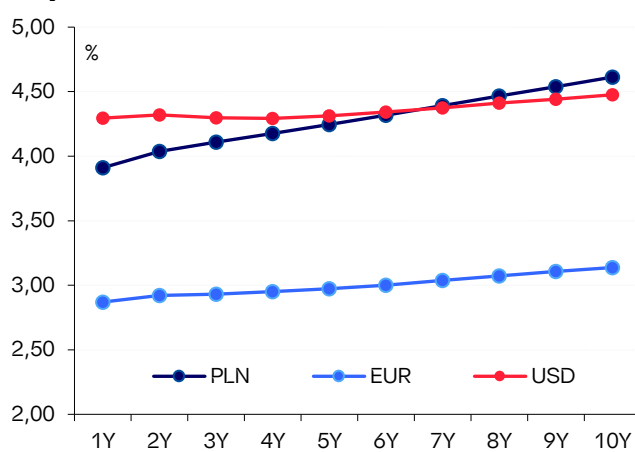
Notowania USD



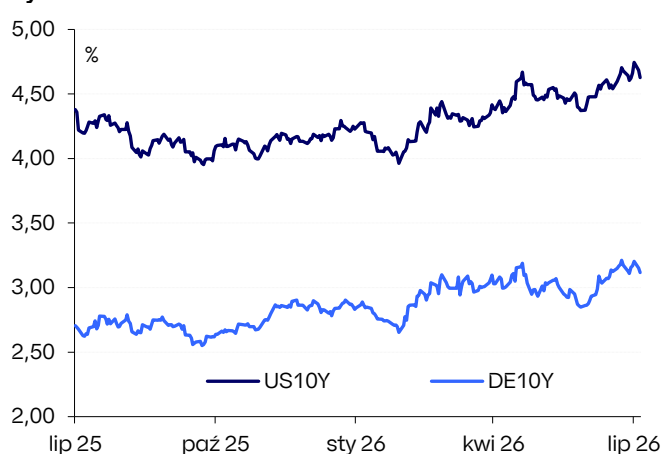
Krótkoterminowe stopy procentowe



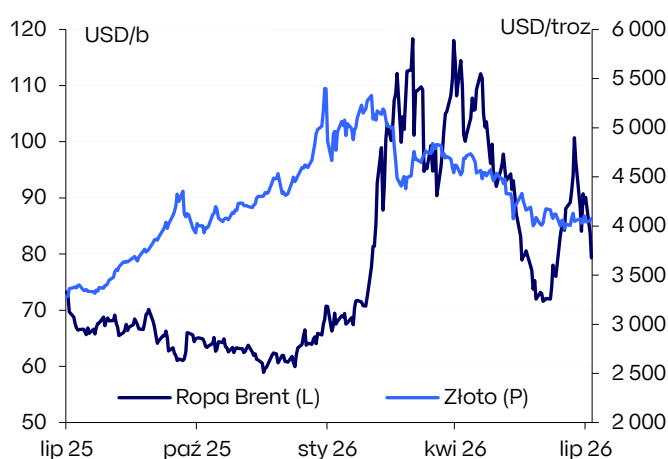
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 31 lipca						
JPN: Posiedzenie BoJ	05:00	%	1,00	1,00	1,00	1,00
POL: Inflacja CPI (lip., wst.)	09:30	% r/r	2,5	3,0	3,0	3,0
GER: Stopa bezrobocia (lip.)	09:55	%	6,3	6,3	--	6,4
EUR: Inflacja HICP (lip., wst.)	11:00	% r/r	2,8	2,9	--	2,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (lip., rew.)	16:00	pkt.	49,5	54,0	--	55,2
Poniedziałek, 3 sierpnia						
CHN: PMI w przetwórstwie (lip.)	3:45	pkt.	51,7	52,0	--	50,9
POL: PMI w przetwórstwie (lip.)	9:00	pkt.	46,1	47,5	47,1	49,0
GER: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	9:55	pkt.	50,3	52,2	--	52,2
EUR: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	10:00	pkt.	51,4	52,0	--	51,9
USA: PMI w przetwórstwie (lip., rew.)	15:45	pkt.	53,9	53,8	--	53,9
USA: ISM w przetwórstwie (lip.)	16:00	pkt.	53,3	53,9	--	55,6
Wtorek, 4 sierpnia						
USA: Bilans handlowy (cze.)	14:30	mld USD	-77,6	-73,0	--	-73,3
USA: Zamówienia fabryczne (cze.)	16:00	% m/m	-1,1	0,2	--	-0,3
USA: Raport JOLTS (cze.)	16:00	mln	7,537	7,501	--	7,359
USA: Zamówienia na dobra trwale (cze., rew.)	16:00	% m/m	-4,0	0,3	--	0,5
Środa, 5 sierpnia						
CZE: Inflacja CPI (lip., wst.)	9:00	% r/r	1,5	1,7	1,7	--
GER: PMI w usługach (lip., rew.)	9:55	pkt.	48,6	49,6	--	--
EUR: PMI w usługach (lip., rew.)	10:00	pkt.	49,4	51,6	--	--
EUR: Inflacja PPI (cze.)	11:00	% r/r	5,9	4,7	--	--
USA: Raport ADP (lip.)	14:15	tys	98	68	--	--
Czwartek, 6 sierpnia						
GER: Zamówienia fabryczne (cze.)	8:00	% m/m	1,9	0,5	--	--
ROM: Sprzedaż detaliczna (cze.)	8:00	% r/r	-4,7	--	--	--
HUN: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:30	% r/r	5,4	5,2	--	--
HUN: Sprzedaż detaliczna (cze.)	8:30	% r/r	4,8	5,1	--	--
CZE: Produkcja przemysłowa (cze.)	9:00	% r/r	-1,0	2,6	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (cze.)	11:00	% r/r	1,6	1,0	--	--
CZE: Posiedzenie banku centralnego	14:30	%	3,75	3,75	3,75	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	197	202	--	--
Piątek, 7 sierpnia						
GER: Eksport (cze.)	8:00	% m/m	0,9	-0,5	--	--
GER: Import (cze.)	8:00	% m/m	-2,5	1,0	--	--
GER: Produkcja przemysłowa (cze.)	8:00	% m/m	0,9	0,1	--	--
HUN: Inflacja CPI (lip.)	8:30	% r/r	1,7	1,5	1,5	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (lip.)	14:30	tys	57	85	122	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (lip.)	14:30	% r/r	3,5	3,5	--	--
USA: Stopa bezrobocia (lip.)	14:30	%	4,2	4,2	--	--

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 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.