

Susza i upały szkodzą europejskiemu rolnictwu

- W poniedziałek złoty lekko się umocnił wobec euro, a EURPLN spadł do ok. 4,3050. Kurs USDPLN oscylował wokół 3,69, natomiast EURUSD obniżył się w okolice 1,1660. Słabsza od oczekiwań sprzedaż detaliczna w Polsce nie zaszkodziła PLN. Złotego wspierał spadek ceny ropy mimo nowych sankcji USA wobec Iranu. We wtorek odczyt stopy bezrobocia w Polsce nie powinien istotnie wpłynąć na rynek FX, lecz oczekiwana obniżka stóp procentowych na Węgrzech może osłabić relatywną atrakcyjność carry forinta względem PLN. Nie widać jednak przestrzeni do trwałego zejścia EURPLN poniżej 4,30 ze względu na ryzyko wzrostu napięć na Bliskim Wschodzie. Na rynku długu rentowności SPW w poniedziałek niewiele się zmieniły, a uwaga inwestorów pozostaje skupiona na cenach ropy oraz reakcji Iranu, państw Zatoki Perskiej i Chin na sankcje USA. Ewentualny brak eskalacji może sprzyjać dalszemu spadkowi notowań ropy, a w ślad za nim obniżeniu oczekiwań inflacyjnych i rentowności obligacji.
- Globalny kalendarz makro będzie dziś dość pełny, ale nie będą to kluczowe dane. W USA opublikowane zostaną m.in. dane z amerykańskiego rynku nieruchomości za lipiec oraz indeks koniunktury konsumenckiej wg Conference Board za sierpień. W Europie poznamy indeks koniunktury Ifo z Niemiec (za sierpień), który powinien wzrosnąć śladem ZEW i PMI. Węgierski MNB najpewniej zdecyduje się na obniżkę stóp o 25pb, która jest możliwa dzięki normalizacji inflacji i korzystnym warunkom rynkowym.
- W kraju zostanie opublikowany Biuletyn Statystyczny GUS zawierający szczegółowe dane za lipiec, m.in. o bezrobociu i nowych zamówieniach przemysłowych.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

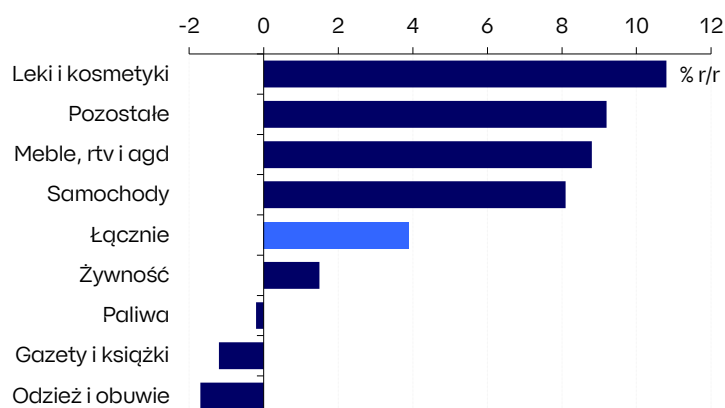
	Wartość	(%, pb)*
	2026-08-24	Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	151 958	0,2
STOXX Europe 600	654	0,0
S&P500	7 653	-0,3
Waluty:		
EURPLN	4,30	-0,1
USDPLN	3,69	0,0
CHFPLN	4,60	0,1
EURUSD	1,17	-0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,35	-3
PL5Y	5,41	0
PL10Y	5,94	0
DE10Y	3,25	-1
US10Y	4,70	-3
Surowce:		
Ropa Brent	92	-2,4
Złoto	4651	1,1

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

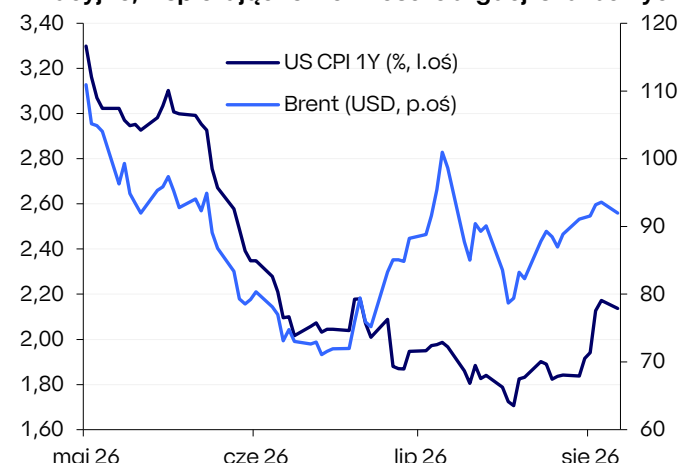
- EUR:** Unijna agenda ds. plonów (JRC MARS - Joint Research Centre Monitoring Agricultural Resources) w sierpniowym [biuletynie](#) dot. monitorowania upraw w Europie napisała, że utrzymujące się upały i wyjątkowo duże niedobory wody znacząco pogorszyły perspektywy upraw letnich w Europie Zachodniej i większości Europy Środkowej. Skutki obejmują zarówno umiarkowane spadki plonów, jak i poważne straty, przy czym w najbardziej dotkniętych regionach prawdopodobna jest utrata upraw. Chociaż w części Europy Północnej i Wschodniej warunki dla upraw letnich pozostają

Struktura wzrostu realnej sprzedaży detalicznej w Polsce w lipcu 2026



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Poniedziałkowy spadek cen ropy obniżył oczekiwania inflacyjne, wspierając rentowności obligacji skarbowych



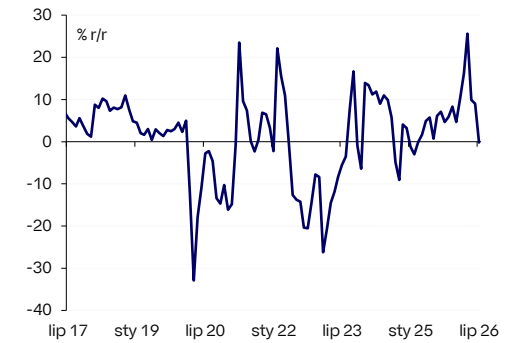
korzystniejsze, prognozy plonów w UE dla wszystkich upraw letnich zostały wyraźnie obniżone i są nawet o 14% niższe od średniej pięcioletniej. Prognozowane chłodniejsze i bardziej wilgotne warunki w znacznej części Europy Zachodniej i Środkowej mogą przynieść pewną poprawę, choć nastąpi ona zbyt późno, aby zrekompensować już poniesione straty. **Do obszarów, w których upały i niedobory wody będą miały poważne skutki zaliczono Francję, południowe Niemcy, północne i środkowe Włochy, Austrię, Czechy, Słowację, Węgry i zachodnią Rumunię.** Umiarkowane skutki będą odczuwane w krajach Beneluksu, Słowenii i Chorwacji, zaś ostrzeżenia z powodu deficytu wody objęły południową Irlandię, północne Niemcy, Danię, południową Polskę, zachodnią Ukrainę oraz zachodnią Bułgarię, a z powodu ciepła północną Hiszpanię i południową Turcję.

- **USA:** Prezydent D.Trump w mediach społecznościowych napisał, że od 1 stycznia 2027 podniesie z 25% do 50% cła na samochody osobowe i ciężarowe, części do pojazdów oraz stal importowane z Kanady. Decyzja stanowi eskalację konfliktu handlowego między USA a Kanadą. W ubiegłym tygodniu w piątek fiaskiem zakończyły się rozmowy między partnerami handlowymi, a już w sobotę weszły w życie amerykańskie 50% cła na import z Kanady o wartości około 20 mld USD. Premier Kanady M.Carney w odpowiedzi zapowiedział wprowadzenie od 8 września ceł na import z USA.

WYDARZENIA KRAJOWE:

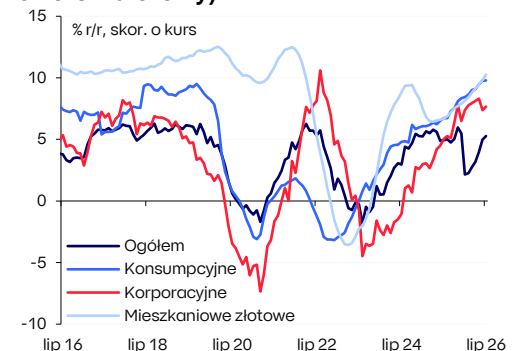
- **POL:** Sprzedaż detaliczna w lipcu wzrosła w ujęciu realnym o 3,9% r/r po wzroście o 6,2% r/r w czerwcu i była niższa od oczekiwań. Sprzedaż nominalna wzrosła o 5,3% r/r wobec 6,8% r/r miesiąc wcześniej. Implikowany „deflator” wzrósł do 1,4% r/r z 0,6% r/r, a obserwowane w minionym miesiącu przyspieszenie wzrostu cen detalicznych było konsekwencją wyższej dynamiki cen na stacjach benzynowych. Więcej w Makro Flash: [Niska sprzedaż paliw w lipcu](#).
- **POL:** Dynamika podaży pieniądza M3 w lipcu wyhamowała do 11,3% r/r z 11,8% r/r w czerwcu, co było wynikiem poniżej oczekiwań (11,7% r/r), wpisującym się w podwyższoną wahliwość tego wskaźnika względem prognoz. Wartość gotówki (łącznie z tą w kasach banków) po raz pierwszy w historii przekroczyła 500 mld PLN. Z kolei dynamika gotówki (bez gotówki w kasach banków) wyniosła 14,7% r/r, nieco więcej niż 14,4% r/r w czerwcu. Więcej w Makro Flash: [Ponad 500 mld PLN gotówki](#).
- **POL:** Dynamika przychodów przedsiębiorstw niefinansowych (49+ pracowników) przyspieszyła w 2q26. Przychody zwiększyły się o 8,4% r/r wobec 5,7% w 1q26, natomiast koszty wzrosły o 6,9% r/r. Rosnąca przewaga dynamiki przychodów nad kosztami przełożyła się na silną poprawę wyników finansowych – rentowność sprzedaży netto (ROS) wzrosła do 6,0% (+1,3pp r/r), a w ujęciu odsezonowanym (5,0%) była o 0,8pp wyższa od wyniku z 1q26 i o 1,0pp wyższa od średniej z lat 2023-2025. Udział rentownych przedsiębiorstw wzrósł do 73,0% (w przetwórstwie do 73,5%) – to wynik lepszy niż po 2q w dwóch poprzednich latach. Więcej w Makro Flash: [Solidna poprawa wyników firm niefinansowych w 2q26](#).
- **POL:** Inwestycje przedsiębiorstw (49+ pracowników) w 2q26 znacząco przyspieszyły, do 18,7% r/r z 8,7% r/r w 1q26. Była to najwyższa dynamika od 1q19, co wskazuje na rozkręcanie się ożywienia inwestycyjnego w sektorze przedsiębiorstw. Najsilniejszy wzrost odnotowano, podobnie jak w poprzednich kwartałach w nakładach na środki transportu (44,1% r/r, wspierane m.in. przez modernizację transportu publicznego), ale silnie rosły też nakłady na maszyny i urządzenia (14,0% r/r; wspierane przez programy automatyzacji procesów) oraz budynki i budowle (12,4% r/r). Dane wspierają naszą prognozę mocnego ożywienia inwestycji w całej gospodarce w 2026, mimo słabego 1q26 (wzrost tylko o 2,4% r/r). Słaby początek roku mógł być zbiegiem okoliczności – niższych dostaw sprzętu wojskowego oraz mroźnej zimy wstrzymującej budowy.
- **POL:** L.Kotecki (RPP) powiedział, że konsolidacja finansów publicznych powinna odbywać się przede wszystkim po stronie wydatkowej, gdy Polska jest w europejskiej czołówce jeżeli chodzi o wysokość wydatków budżetowych

Dynamika sprzedaży paliw (ceny stałe) w Polsce



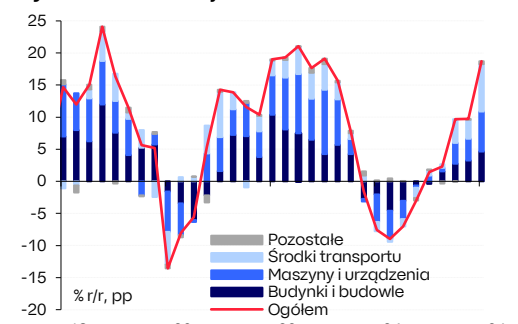
Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika kredytów (skorygowanych o kurs walutowy)



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Nakłady inwestycyjne firm wg typów środków trwałych – dekompozycja dynamiki rocznej



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

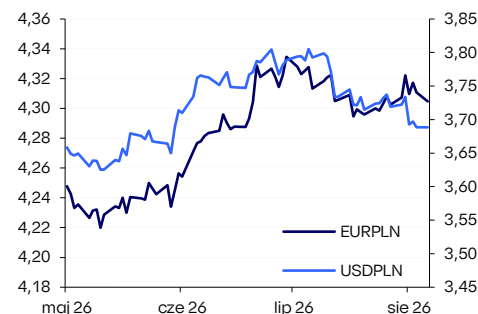
w relacji do PKB. Członek Rady ocenił również, że dane makroekonomiczne za lipiec wskazują na zgodne z oczekiwaniami przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Dodał, że nie przekłada się ono na narastanie presji inflacyjnej. Zdaniem L.Koteckiego rządowe propozycje zmian w podatkach będą miały pomijalny wpływ na inflację. Rada Polityki Pieniężnej dziś zbierze się na posiedzeniu niedecyzyjnym, a najbliższe posiedzenie decyzyjne odbędzie się w dniach 8-9 września – oczekujemy utrzymania stóp na niezmiennym poziomie.

- **POL:** Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej poinformowało, że do 23 sierpnia podpisano umowy na unijne dofinansowanie projektów, które wykorzystają 68,0% dostępnej puli środków z polityki spójności UE na lata 2021-2027.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty nieznacznie umocnił się wobec euro, a kurs EURPLN obniżył się do okolic 4,3050. Wobec dolara złoty pozostał stabilny, a USDPLN oscylował wokół 3,69. Nieco mocniejszy dolar na bazowych rynkach FX przełożył się na spadek EURUSD w pobliżu 1,1660.
- Słabszy od oczekiwań lipcowy odczyt sprzedaży detalicznej z Polski nie miał negatywnego wpływu na notowania złotego, gdyż do gorszego wyniku przyczynił się m.in. spadek sprzedaży paliw po wygaśnięciu programu CPN, co nie powinno jednak zmienić średnioterminowych perspektyw konsumpcji. Złotemu lekko sprzyjało otoczenie zewnętrzne, w tym spadek ceny ropy Brent do 92 USD/b, który nastąpił pomimo rozszerzenia sankcji wobec Iranu przez administrację D.Trumpa. Na bazowych rynkach FX warto odnotować 0,6% umocnienie USD wobec dolara kanadyjskiego, po zaostrzeniu sporu handlowego USA–Kanada i wprowadzeniu 50% ceł na część kanadyjskich towarów. Zmiany na obserwowanych przez nas parach walutowych były jednak niewielkie i nie wpłynęły na dotychczasowe trendy.
- We wtorek lipcowy odczyt stopy bezrobocia w Polsce nie powinien mieć istotnego wpływu na notowania złotego. Oczekiwana przez rynek obniżka stóp procentowych na Węgrzech może natomiast zmniejszyć relatywną atrakcyjność carry forinta względem złotego. Euro, a pośrednio także PLN, może wesprzeć dalsza poprawa nastrojów w niemieckiej gospodarce, jeśli sierpniowy indeks Ifo będzie kontynuował wzrostowy trend z ostatnich miesięcy. Biorąc pod uwagę ryzyko wzrostu napięć na Bliskim Wschodzie po ogłoszeniu przez USA nowych sankcji wobec Iranu, nie widzimy w najbliższych dniach potencjału do trwałego przełamania przez EURPLN psychologicznego poziomu 4,30.
- W poniedziałek rentowności krajowych SPW finalnie niewiele się zmieniły. Na rynkach bazowych krzywe ulegały wypłaszczeniu, a rentowności obligacji Niemiec zmieniły się w zakresie -1/+2pb, zaś papierów USA o 0/-3pb.
- Przy braku istotnych danych makro rynek koncentrował się na sytuacji w Zatoce Perskiej i powiązanych z nią cenach ropy, które w poniedziałek spadały. Była to reakcja na medialne doniesienia o większej aktywności negocjatorów w konflikcie USA–Iran, choć żadne konkretne komunikaty, np. dotyczące efektu tych rozmów nie pojawiły się. Co istotne, spadki cen ropy utrzymały się mimo wprowadzenia przez USA nowych, ostrzejszych sankcji na Iran, wymierzonych nie tylko w formalny eksport, ale również w „flotę cieni”, pośredników, banki i system omijania restrykcji. Choć sankcję, w tym groźba sankcji wtórnych, oznaczają wyraźne zaostrzenie presji ekonomicznej na Iran, reakcja ropy i UST była niewielka. W naszej opinii rynek obawiał się natychmiastowego objęcia sankcjami wtórnymi m.in. chińskich podmiotów (Chiny są największym importerem ropy z Iranu), co jednak nie nastąpiło. Można mieć wątpliwości, czy USA zdecydują się na taki krok wobec Chin niespełna miesiąc przed planowaną wizytą Xi w USA.
- We wtorek uwaga inwestorów skupi się na danych z USA o nastrojach konsumentów oraz z Niemiec o aktywności gospodarczej. Bez większych zaskoczeń względem rynkowego konsensusu ich wpływ na rynki FI powinien być ograniczony. Ważniejsza może być natomiast reakcja Iranu, państw Zatoki Perskiej i ewentualnie Chin na amerykańskie sankcje. Jeśli Iran ograniczy się do dotychczasowej retoryki, bez ataków na statki lub infrastrukturę energetyczną krajów regionu, ceny ropy mogą dalej spadać, obniżając globalne oczekiwania inflacyjne i rentowności obligacji skarbowych.

Waluty



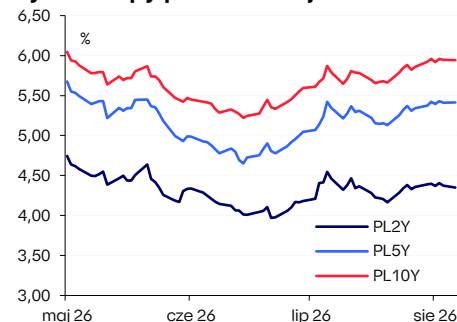
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



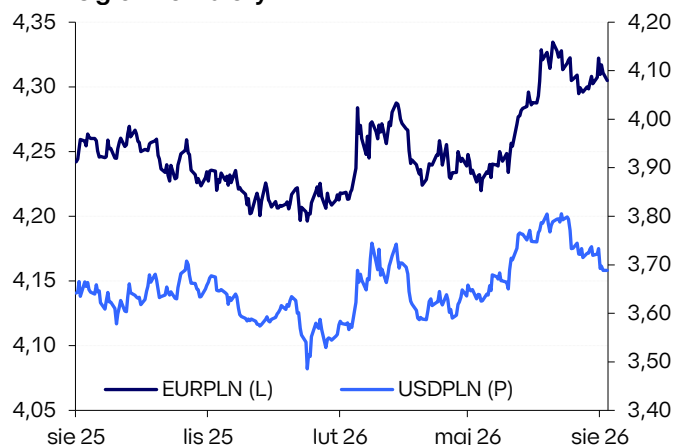
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

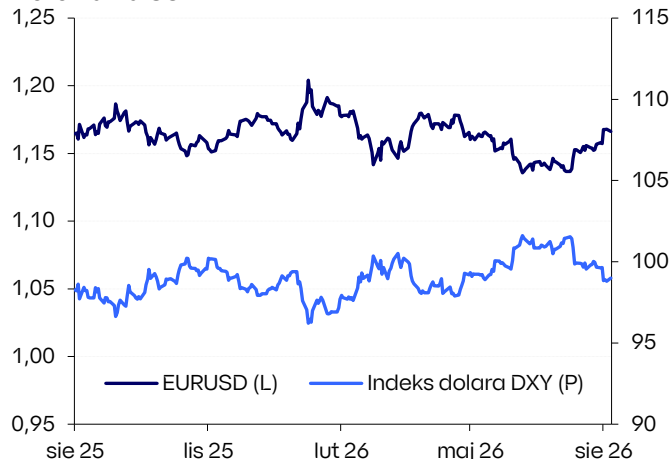
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

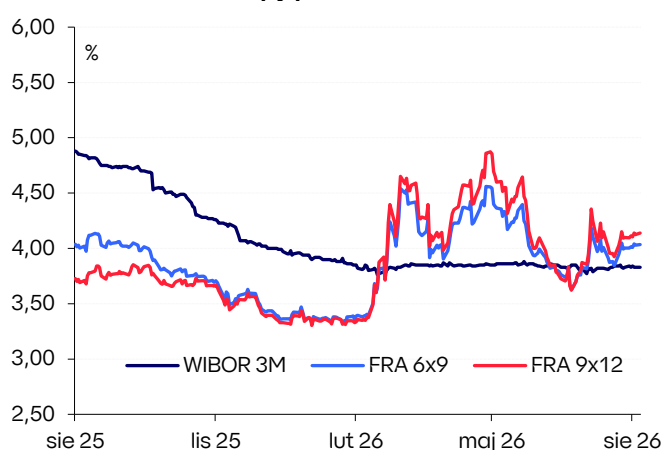
PLN vs główne waluty



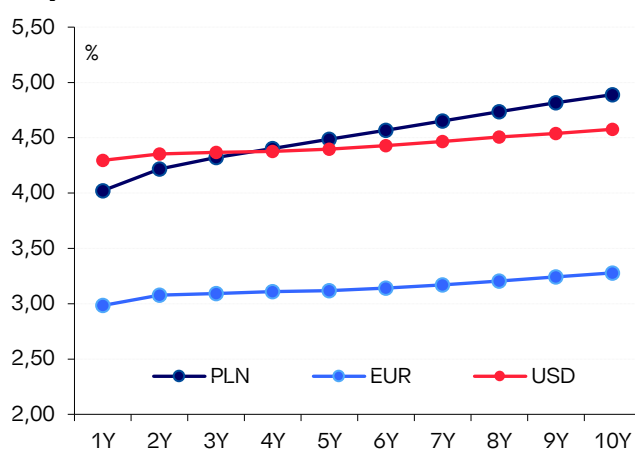
Notowania USD



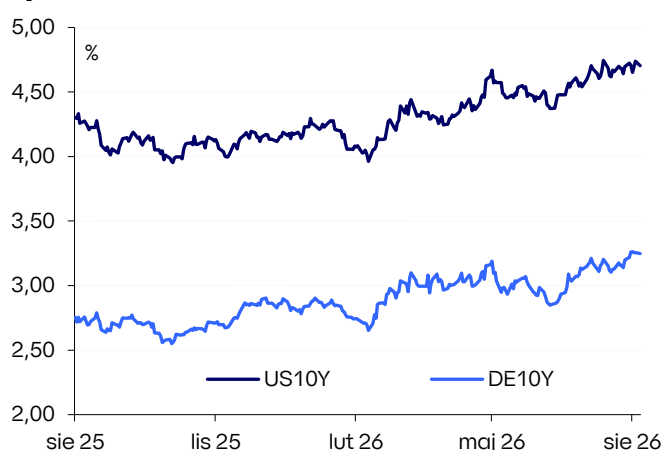
Krótkoterminowe stopy procentowe



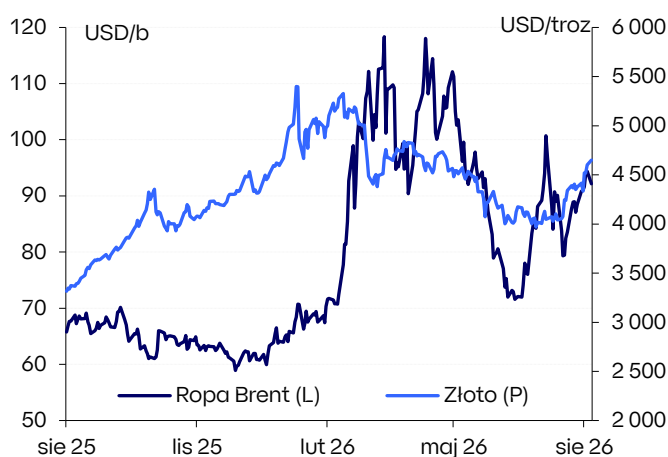
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 21 sierpnia						
GER: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	9:30	pkt.	52,2	52,0	--	54,1
GER: PMI w usługach (sie., wst.)	9:30	pkt.	49,8	50,1	--	48,5
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,9	51,9	--	52,8
EUR: PMI w usługach (sie., wst.)	10:00	pkt.	51,7	51,6	--	51,7
USA: PMI w przetwórstwie (sie., wst.)	15:45	pkt.	53,9	53,9	--	53,2
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., wst.)	16:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	-15,5
Poniedziałek, 24 sierpnia						
POL: Sprzedaż detaliczna (lip.)	9:30	% r/r	6,2	4,4	4,6	3,9
POL: Podaż pieniądza M3 (lip.)	14:00	% r/r	11,8	11,7	11,9	11,3
Wtorek, 25 sierpnia						
GER: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	0,8	0,9	--	--
POL: Stopa bezrobocia (lip.)	9:30	%	5,8	5,9	5,9	--
GER: Indeks Ifo (sie.)	10:00	pkt.	86,6	87,2	--	--
HUN: Posiedzenie MNB	14:00	%	5,75	5,50	5,50	--
USA: Ceny nieruchomości (cze.)	15:00	% r/r	1,6	1,8	--	--
USA: Sprzedaż nowych domów (lip.)	16:00	tys.	628	620	--	--
USA: Indeks zaufania konsumentów Conference Board (sie.)	16:00	pkt.	90,8	90,2	--	--
ROM: Podaż pieniądza M3 (lip.)	--	% r/r	7,8	--	--	--
USA: Pozwolenia na budowę (lip., rew.)	--	mln	1,443	1,443	--	--
Środa, 26 sierpnia						
USA: Dochody Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,2	0,2	--	--
USA: Wydatki Amerykanów (lip.)	14:30	% m/m	0,3	0,1	--	--
USA: Deflator PCE (lip.)	14:30	% r/r	3,7	3,6	--	--
USA: Inflacja bazowa PCE (lip.)	14:30	% r/r	3,3	3,3	--	--
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., wst.)	14:30	% m/m	0,5	0,5	--	--
USA: Wzrost PKB (2q)	14:30	%q/q saar	2,1	1,5	--	--
USA: Konsumpcja prywatna (2q)	14:30	%q/q saar	0,5	3,2	--	--
Czwartek, 27 sierpnia						
EUR: Podaż pieniądza M3 (lip.)	10:00	% r/r	3,3	3,4	--	--
EUR: Minutes EBC	13:30	--	--	--	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-101,5	-100,2	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys.	206	208	--	--
Piątek, 28 sierpnia						
HUN: Saldo handlowe (lip.)	8:30	mld EUR	1,305	--	--	--
HUN: Stopa bezrobocia (lip.)	8:30	%	4,4	4,4	--	--
CZE: Wzrost PKB (2q)	9:00	% r/r	2,2	2,0	2,0	--
GER: Stopa bezrobocia (sie.)	9:55	%	6,4	6,4	--	--
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)	11:00	pkt.	96,9	97,6	--	--
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)	11:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	55,2	51,0	--	--

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](#)



Materiał zatwierdził(a): Urszula Kryńska

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.