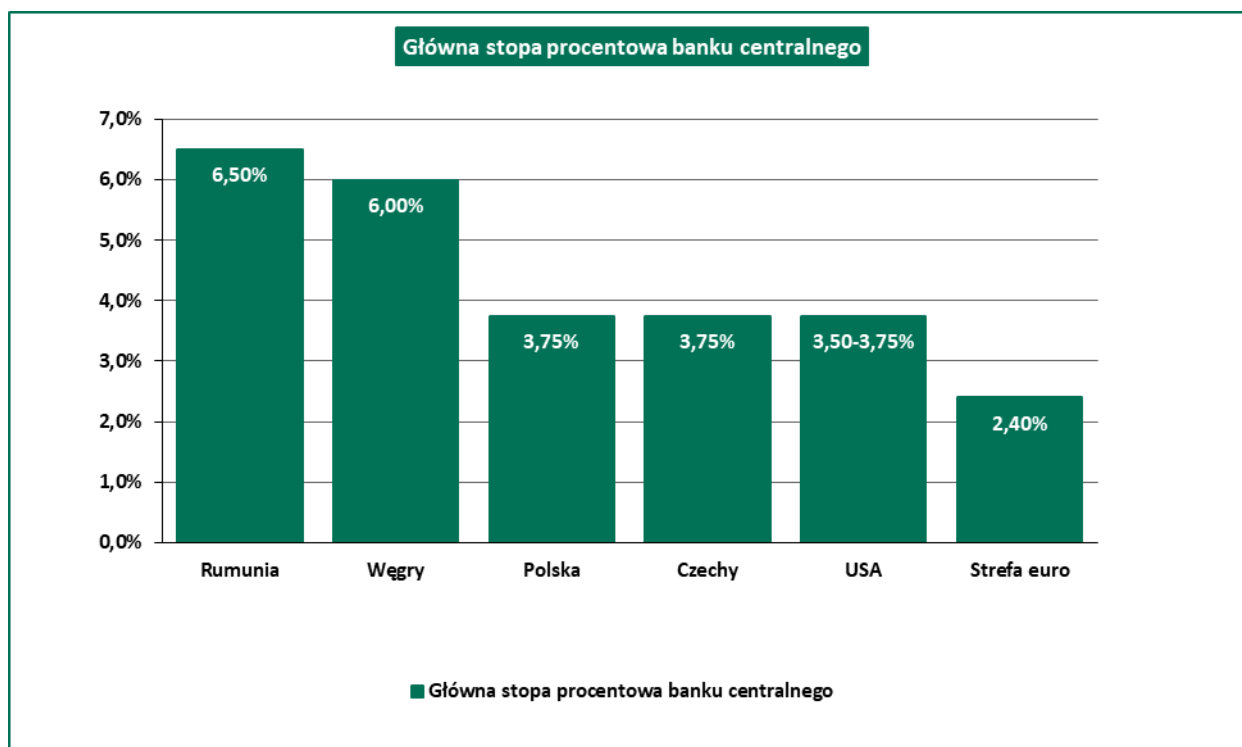


Dane makroekonomiczne

Decyzja w sprawie stóp procentowych NBP



Władze monetarne utrzymały stopy procentowe NBP w lipcu br. bez zmian (3,75%). Ubiegłotygodniowa decyzja potwierdza ocenę Rady Polityki Pieniężnej, że obecny poziom stóp jest właściwy, ponieważ z jednej strony utrzymuje inflację pod kontrolą, a z drugiej nie ogranicza nadmiernie aktywności gospodarczej. Wyhamowanie wskaźnika inflacji do 2,5% w czerwcu br., umiarkowana dynamika wynagrodzeń, brak nadmiernej presji ze strony popytu oraz dodatnia realna stopa procentowa zmniejszają potrzebę zmian w polityce pieniężnej. Kolejne posiedzenie decyzyjne RPP zaplanowano w dniach 8-9 września br. Do tego czasu Rada będzie dysponowała większą liczbą informacji pozwalających ocenić wpływ zmian w otoczeniu zewnętrznym na perspektywę koniunktury i inflacji w Polsce. W szczególności kluczowa będzie ocena trwałości obowiązującego od połowy czerwca porozumienia ramowego przywracającego m.in. żeglugę handlową w Cieśninie Ormuz, jak również pojawienie się nowych danych o inflacji konsumenckiej, uwzględniających wycofanie z początkiem lipca regulacji ograniczających ceny paliw w Polsce.

W minionym tygodniu w serwisie NBP opublikowano również aktualizację długoterminowych prognoz koniunktury gospodarczej. Według [lipcowej projekcji](#), wskaźnik inflacji konsumenckiej będzie utrzymywał się w latach 2026-2028 w celu władz monetarnych (określanym jako 2,5% w skali rocznej, plus/minus 1 pp.). Równocześnie, eksperci NBP przewidują, że tempo wzrostu gospodarczego w latach 2027-2028 będzie niższe od oczekiwanego w tym roku na skutek spadku wykorzystania środków unijnych (zakończenie napływu funduszy w ramach Krajowego Planu Odbudowy i Zwiększania Odporności, tj. KPO). Przyjmując za punkt odniesienia rozwój sytuacji gospodarczej przedstawionej w aktualnej prognozie, Prezes NBP zasugerował w minionym tygodniu, że po wakacjach może złożyć wniosek o obniżkę stóp o 0,25 pp. Taki wniosek może jednak mieć trudność z uzyskaniem większości wśród przedstawicieli Rady Polityki Pieniężnej. Argumentem za pozostawieniem stóp bez zmian, w naszej ocenie, jest prognozowany przez NBP poziom inflacji po wyłączeniu cen żywności i energii, który w perspektywie 2026-2027 pozostanie w górnym przedziale odchyleń od celu (będzie przekraczał 2,5% w skali rocznej). Taki przewidywany poziom nie wydaje się być argumentem za niższym niż obecnie poziomem stóp NBP. W tym samym kierunku oddziałuje niestabilność sytuacji na rynku surowców energetycznych, która skutkuje przewagą ryzyk w górę dla przyszłego kształtowania się inflacji.

Wskaźniki gospodarcze

Wybrane wskaźniki gospodarcze w Polsce (dane GUS)

Wskaźnik	05 2026	05 2026	01-05 2026
	04 2026	05 2025	01-05 2025
Produkcja sprzedana przemysłu			
Ogółem	-0,8%	4,1%	3,1%
w tym:			
Przetwórstwo przemysłowe	-0,9%	2,5%	1,9%
Górnictwo i wydobywanie	9,9%	32,6%	20,0%
Wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną	-7,6%	13,7%	11,2%
Produkcja budowlano-montażowa			
Ogółem	7,9%	3,9%	-5,1%
w tym:			
Budowa budynków	5,7%	5,8%	-5,2%
Budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej	10,7%	-1,8%	-4,5%
Roboty budowlane specjalistyczne	6,6%	10,8%	-5,6%
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych			
Ogółem	-1,7%	3,0%	2,9%
w tym:			
Pojazdy samochodowe, motocykle, części	-1,0%	2,1%	2,5%
Paliwa stałe, ciekłe i gazowe	-9,0%	9,9%	9,5%
Żywność, napoje i wyroby tytoniowe	-2,8%	-2,8%	-2,1%

Główne wskaźniki gospodarcze w Polsce, strefie euro oraz w USA w latach 2025-2027 (dane źródłowe: World Economic Outlook, kwiecień 2026 r.)

Wskaźnik	2025	2026 (prognoza)	2027 (prognoza)
Polska			
PKB, zmiana r./r.	3,6%	3,3%	2,4%
Inflacja, r./r.	3,6%	3,3%	3,3%
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-7,0%	-6,7%	-6,4%
Dług publiczny (jako % PKB)	58,8%	65,7%	69,6%
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-0,7%	-1,1%	-0,9%
Strefa euro			
PKB, zmiana r./r.	1,4%	1,1%	1,2%
Inflacja, r./r.	2,1%	2,6%	2,2%
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-3,0%	-3,3%	-3,4%
Dług publiczny (jako % PKB)	87,1%	87,8%	88,4%
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	1,6%	1,3%	1,5%
USA			
PKB, zmiana r./r.	2,1%	2,3%	2,1%
Inflacja, r./r.	2,7%	3,2%	2,1%
Deficyt finansów publicznych (jako % PKB)	-6,8%	-7,5%	-7,4%
Dług publiczny (jako % PKB)	123,9%	125,8%	128,6%
Saldo obrotów bieżących (jako % PKB)	-3,6%	-3,7%	-3,6%

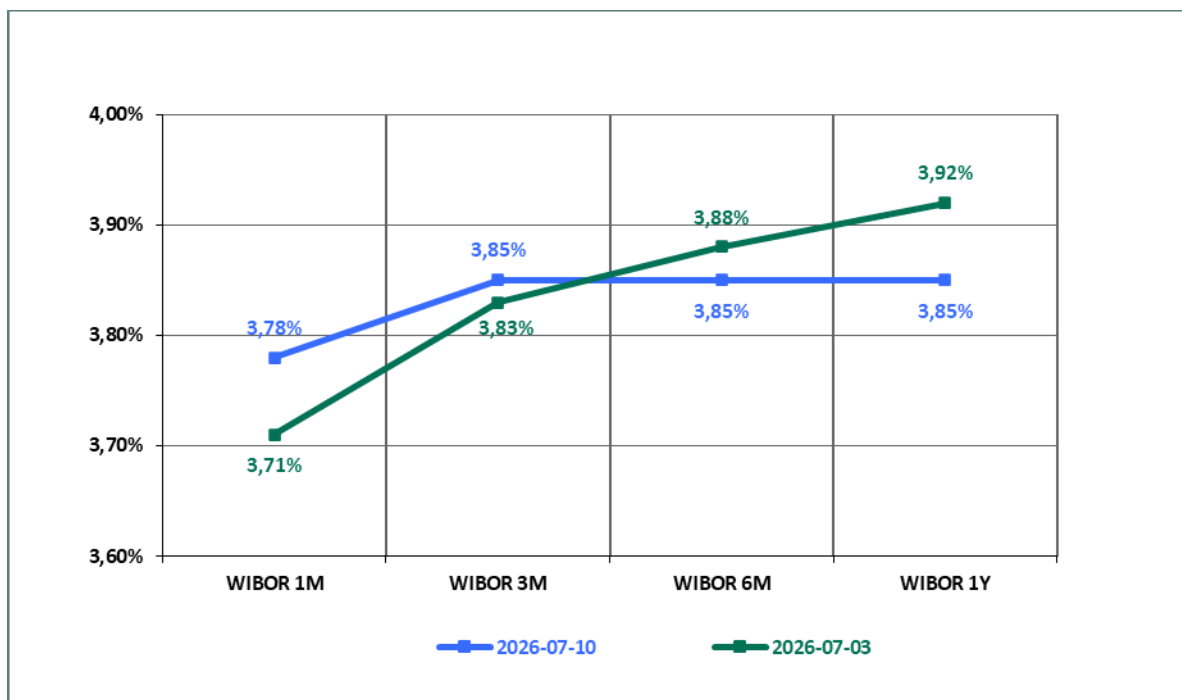
Wydarzenia

Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (ang. FAO) [opublikowała](#) tzw. indeks cen żywności, który odzwierciedla światowe trendy w zakresie głównych grup produktów spożywczych (mięso, wyroby z mleka, zboża, oleje jadalne, cukier). W czerwcu 2026 r. tempo wzrostu głównego wskaźnika spowolniło do 1,7% r/r, wobec 2,9% r/r wzrostu w maju br. Wyhamowanie rocznej dynamiki cen produkcji rolnej na światowych rynkach jest jednym z czynników mających wpływ na kierunek zmian głównego wskaźnika inflacji konsumenckiej w Polsce (2,5% r/r w czerwcu br.), gdyż kategoria „żywność i napoje bezalkoholowe” ma największy udział (25,91% w 2026 r.) w systemie wag wykorzystywanym przez GUS do wyliczania inflacji. System ten bazuje na strukturze wydatków gospodarstw domowych w roku poprzedzającym, zatem 25,91% udział oznacza, że ponad jedną czwartą wydatków gospodarstw w 2025 r. stanowiły zakupy żywności i napojów bezalkoholowych. Korzystne uwarunkowania zewnętrzne (niska dynamiki cen żywności na światowych rynkach) wspierały zatem spadek wskaźnika inflacji CPI w czerwcu br. do 2,5% (według wstępnych danych GUS).

Niemiecka grupa badawcza Sentix opublikowała wyniki miesięcznej ankiety przeprowadzonej wśród uczestników rynków kapitałowych, w której uczestnicy proszeni są o ocenę bieżącego stanu gospodarki w strefie euro oraz oczekiwań co do jej stanu w okresie najbliższych sześciu miesięcy. Indeks Sentix (syntetyczny wynik ankiety) ukształtował się w lipcu br. na poziomie minus 3,1 pkt (wzrost o 10,3 pkt m/m), co jest najlepszym wynikiem od marca br. Wyraźnie mniejszemu pesymizmowi odnośnie koniunktury sprzyjało obowiązywanie w trakcie przeprowadzania badania (2-4 lipca br.) ramowego porozumienia w wojnie z Iranem, które (pomimo, iż może okazać się nietrwałe) daje szansę na rozwiązanie konfliktu drogą negocjacji. Poprawa nastrojów w strefie euro może mieć również wymiar realny (tzn. odczuwalny nie tylko w wynikach badania ankietowego), gdyż porozumienie ramowe z Iranem umożliwiło otwarcie żeglugi handlowej w rejonie Zatoki Perskiej, której blokada podczas działań wojennych ograniczała radykalnie możliwości eksportu surowców z tego regionu. Szansa na pokój ogranicza ryzyko wystąpienia recesji (spadku PKB) w światowej gospodarce, co wpłynie również pozytywnie na perspektywy koniunktury gospodarczej w Polsce (ze względu na powiązania handlowe).

Rynki finansowe

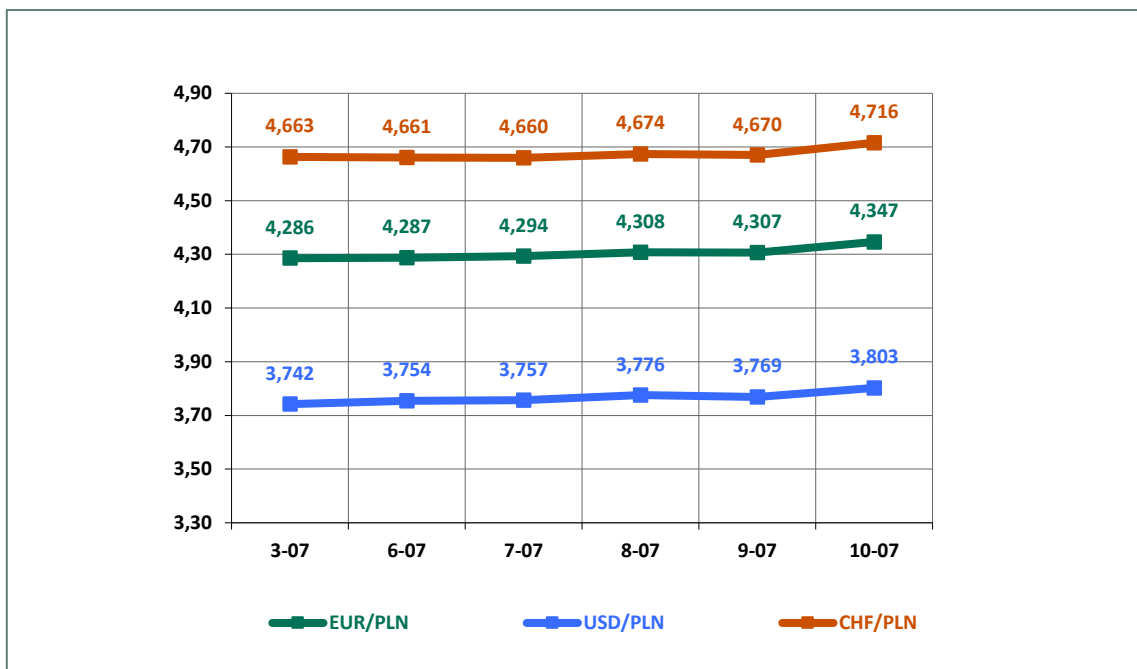
Rynek stóp procentowych



Ubiegłotygodniowe [wypowiedzi Prezesa NBP](#) po posiedzeniu decyzyjnym miały kluczowy wpływ na zmianę krzywej stawek rynkowych (wykres obok). W szczególności, sugestie o ewentualnym złożeniu po wakacjach (sierpień jest zwyczajowo miesiącem bez posiedzenia decyzyjnego RPP) wniosku o obniżkę stóp o 0,25 pp. sprzyjały spadkowi stawek w późniejszych tenorach (6M i 1Y). Pomimo wyraźnych sygnałów złagodzenia polityki pieniężnej w Polsce w kolejnych miesiącach, taki scenariusz wydaje się odległy nie tylko czasowo, lecz również uwzględniając realia gospodarcze. W szczególności na przeszkodzie przed obniżką stóp NBP jest m.in. oczekiwane w latach 2026-2027 kształtowanie się inflacji bazowej na podwyższonym poziomie oraz duży stopień niepewności odnośnie cen surowców energetycznych w związku z nierozstrzygniętym statusem swobodnej żeglugi handlowej w Cieśninie Ormuz.

Rynkowe stopy procentowe (3 - 10.07.2026 r.)

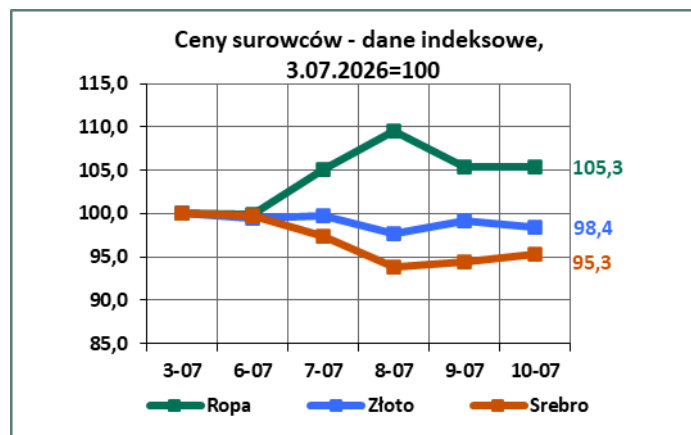
STAWKA	2026-07-10	2026-07-09	2026-07-03
WIBOR 1M	3,78%	3,79%	3,71%
WIBOR 3M	3,85%	3,83%	3,83%
WIBOR 6M	3,85%	3,86%	3,88%
WIBOR 1Y	3,85%	3,88%	3,92%
POLONIA	3,97%	4,01%	3,45%
POLSTR O/N	3,91%	3,95%	3,46%
€STR (EUR)	2,18%	2,18%	2,18%
SOFR (USD)	3,55%	3,53%	3,64%
SONIA (GBP)	-	3,73%	3,73%
SARON (CHF)	-	-0,04%	-0,04%



Spśród wydarzeń minionego tygodnia najważniejszy wpływ na kierunek zmian na rynku walutowym miała [konferencja](#) Prezesa NBP, podczas której zasignalizował możliwość złożenia wniosku o obniżkę stóp procentowych o 0,25 pp. (po wakacyjnej przerwie). Taka perspektywa nie była powszechnie oczekiwana na rynkach finansowych, gdzie jeszcze niedawno (przed podpisaniem w połowie czerwca br. porozumieniem ramowym USA z Iranem) spekulowano o możliwej podwyżce stóp w reakcji na rosnące ceny surowców energetycznych. Sygnały o możliwej obniżce stóp procentowych w Polsce w połączeniu ze wznowieniem wzajemnych ataków USA i Iranu w Zatoce Perskiej są decydujące dla obserwowanej w ostatnich dniach słabości złotego wobec głównych walut, która (przy braku innych sygnałów) może być kontynuowana w kolejnych tygodniach.

Kursy wybranych par walutowych (fixing NBP, zł)

WYSZCZEGÓLNIENIE	2004-2023 (średnia)	2024 (średnia)	2025 r. (średnia)	2026-07-03	2026-07-10	ZMIANA
USD/PLN	3,45	3,98	3,76	3,7420	3,8025	1,6%
EUR/PLN	4,20	4,31	4,24	4,2857	4,3465	1,4%
CHF/PLN	3,48	4,52	4,53	4,6629	4,7157	1,1%



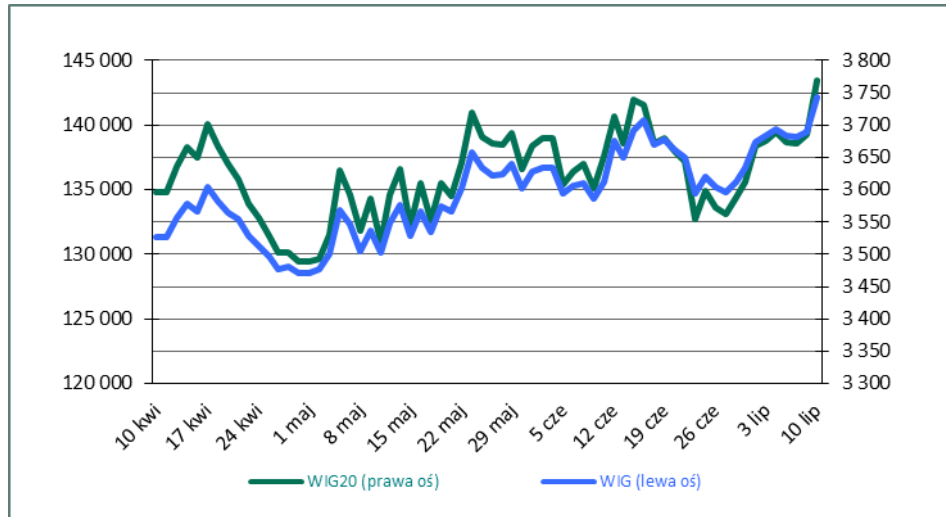
Na głównych rynkach utrzymuje się niepewność, związana z wydarzeniami ostatnich dni, w których siły USA i Iranu przeprowadziły wzajemne ataki. Wznowienie ostrzału stawia pod znakiem zapytania trwałość podpisanego w połowie czerwca porozumienia ramowego umożliwiającego żeglugę handlową w Zatoce Perskiej. Takie uwarunkowania sprzyjają kształtowaniu się cen ropy (76 dolarów za baryłkę Brent na zamknięciu w piątek) powyżej poziomu sprzed wybuchu wojny pod koniec lutego (71 dolarów w dn. 26 lutego br.). Niepewność na światowych rynkach związana z rozwojem wydarzeń wokół Iranu sprzyja jednak nie tylko podwyższonym cenom ropy, lecz również osłabia waluty z tzw. krajów rozwijających się, do których należy Polska (szczegóły na str. 5).

Ceny wybranych surowców na światowych rynkach (źródło Macrobond)

Data	Cena ropy (USD/bbl)	Cena złota (USD/oz.)	Cena srebra (USD/oz.)
3-07	72,12	4 164,15	62,26
6-07	72,06	4 140,95	62,07
7-07	75,83	4 155,80	60,64
8-07	78,98	4 066,20	58,42
9-07	76,05	4 130,15	58,83
10-07	75,97	4 099,15	59,35

Ceny produkcji rolnej na rynku krajowym (na podstawie danych tygodniowych publikowanych przez MRiRW)

Data	Pszenica konsumpcyjna (zł, t)	Filety z piersi kurczaka (zł/kg)	Żywiec wieprzowy rzeźny (zł/kg)	Ziemniaki (zł/kg)	Jaja M (zł/100 szt.)
18-05	816,37	19,93	5,03	0,96	65,91
25-05	825,95	20,02	5,00	0,96	63,88
1-06	830,81	20,40	5,02	1,00	62,68
8-06	834,51	20,59	4,96	1,00	61,79
15-06	840,07	20,87	4,85	0,90	64,34
22-06	843,64	20,90	4,85	0,94	62,57
29-06	847,18	20,89	4,83	1,07	-



Głównym czynnikiem wpływającym na kierunek zmian na rynkach finansowych pozostają wydarzenia na Bliskim Wschodzie i ich konsekwencje dla globalnej koniunktury oraz wskaźników inflacji. Dopóki czas zakończenia działań zbrojnych pozostaje nieokreślony, potencjał do trwałych wzrostów cen akcji pozostaje ograniczony (wykres obok).

Kalendarium

Kalendarium na najbliższy tydzień (13 – 17.07.2026 r.)

Data	Kraj	Wskaźnik makro	Okres	Wartość poprzednia
15 lipca	Polska	Inflacja konsumencka (finalne dane)	VI	3,1%*

* według wstępnych danych GUS, inflacja konsumencka w czerwcu br. wyniosła 2,5% r/r

DEPARTAMENT RACHUNKOWOŚCI I SPRAWOZDAWCZOŚCI

Daniel Piekarek – Analityk Makroekonomiczny, tel.: 22 539-54-97



Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym i nie może być traktowane jako doradztwo ani porada inwestycyjna. W szczególności nie może być traktowane jako oferta ani propozycja zawarcia jakiejkolwiek transakcji, jak również nie jest formą reklamy ani ofertą sprzedaży jakiejkolwiek usługi świadczonej przez Bank BPS S.A. Przedstawione opinie i komentarze są niezależnymi opiniami Banku BPS S.A. i pozostają aktualne wyłącznie w momencie ich wydania. Przy ich opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które są uważane za wiarygodne i dokładne, jednak zastrzegamy, iż mimo to mogą być one niekompletne lub skrócone. Niniejszy dokument stanowi własność Banku. Kopiowanie i rozpowszechnianie niniejszego dokumentu w całości lub w części możliwe jest wyłącznie po uprzednim uzyskaniu pisemnej zgody Banku.