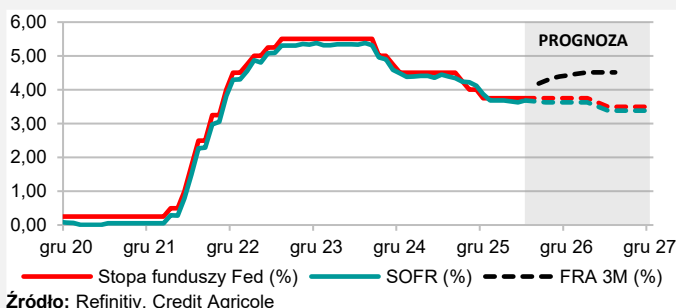


W tym tygodniu

W tym tygodniu kluczowym czynnikiem wpływającym na sytuację na rynkach będzie przebieg konfliktu na Bliskim Wschodzie. W trakcie weekendu intensywność tego konfliktu wyraźnie spadła. Sygnałizuje to wzrost prawdopodobieństwa deeskalacji po wyraźnym zaostrzeniu sytuacji w ostatnich dwóch tygodniach, w których odnotowano kolejne ataki na infrastrukturę oraz statki handlowe w regionie, a wypowiedzi prezydenta D. Trumpa sygnalizowały wzrost prawdopodobieństwa przeprowadzenia zakrojonej na szeroką skalę operacji wojskowej. Wydarzeniem istotnym dla przebiegu konfliktu na Bliskim Wschodzie był również atak jemeńskich rebeliantów Huti na saudyjskie tankowce na Morzu Czerwonym oraz ogłoszenie blokady morskiej jednostek należących do Arabii Saudyjskiej. Oznacza to rozszerzenie zagrożeń dla żeglugi również na trasę, która od końca lutego stanowiła częściową alternatywę dla transportu przez Cieśninę Ormuz. Obserwowany w ostatnich dniach spadek intensywności konfliktu na Bliskim Wschodzie przyczynił się do odnotowanego dziś silnego spadku cen ropy naftowej. Znacząco niższe ceny tego surowca oddziałują w kierunku zmniejszenia globalnej awersji do ryzyka, spadku oczekiwań inflacyjnych oraz zmniejszenia presji na wzrost rentowności obligacji.

Najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia w USA będzie śródkowe posiedzenie FOMC. Oczekujemy, że Fed pozostawi docelowy przedział dla stopy funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 3,50 - 3,75%, co oznaczałoby utrzymanie stóp bez zmian piąty raz z rzędu po obniżkach o łącznie 75 pb

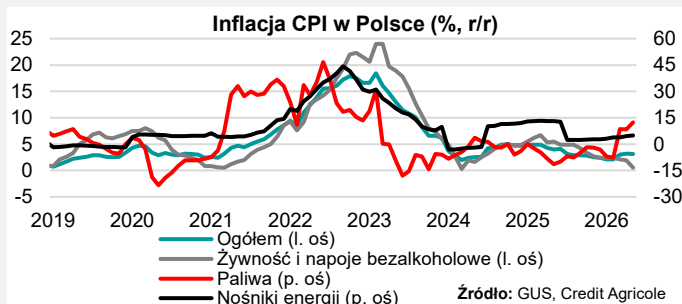


przeprowadzonych pod koniec 2025 r. Taka decyzja będzie zgodna z oczekiwaniami rynku. Inflacja CPI w czerwcu uległa wyraźnemu spadkowi w wyniku spadku dynamiki cen energii, jednak prezes K. Warsh podczas wystąpienia przed Kongresem podkreślał, że nie należy wyciągać daleko idących wniosków na podstawie pojedynczego odczytu (por. MAKROMAPA z 20.07.2026), co w połączeniu z istotnym wzrostem cen surowców energetycznych w lipcu istotnie ogranicza gołębi wydźwięk czerwcowego spadku inflacji. Oczekujemy, że komunikat po posiedzeniu Fed będzie miał jastrzębi wydźwięk, akcentując – podobnie jak komunikat po czerwcowym posiedzeniu - niepewność związaną z sytuacją na Bliskim Wschodzie oraz determinację w dążeniu do sprowadzenia inflacji do celu inflacyjnego (2,0%). Uważamy, że wypowiedź K. Warsha podczas konferencji będzie spójna z jego ostatnimi jastrzębimi wystąpieniami, w których podkreślał, że Fed nie może dopuścić do trwałego utrzymywania się inflacji na podwyższonym poziomie. W dalszym ciągu oczekujemy, że Fed utrzyma stopy procentowe bez zmian do końca 2026 r., a ostatnia obniżka nastąpi dopiero w II kw. 2027 r. Dostrzegamy jednak znaczące ryzyko jednorazowej „sygnalizacyjnej” podwyżki stóp procentowych na lipcowym posiedzeniu Fed, motywowanej potrzebą zbudowania przez prezesa Warsha antyinflacyjnej reputacji w warunkach podwyższonych cen energii i związanej z tym utrzymującej się presji inflacyjnej utrudniającej powrót inflacji do celu.

W czwartek opublikowane zostaną również ważne dane z USA. Rynek oczekuje, że sprowadzone do wymiaru rocznego tempo wzrostu PKB w USA w II kw. 2026 r. wyniosło 2,1%, tak samo jak w I kw. Uważamy, że w strukturze wzrostu PKB USA w II kw. na szczególną uwagę zasługują inwestycje poza budownictwem mieszkaniowym, które pozwolą ocenić skalę wpływużywienia inwestycyjnego związanego z wdrażaniem sztucznej inteligencji, jak również spożycie prywatne, które pozwoli ocenić wpływ wzrostu cen energii związanego z konfliktem na Bliskim Wschodzie na skłonność amerykańskich gospodarstw do konsumpcji. Z kolei inflacja PCE

zgodnie z konsensem rynkowym spadła do 3,7% r/r w czerwcu wobec 4,1% w maju, co odzwierciedla przede wszystkim spadek dynamiki cen energii obserwowany w czerwcu, a inflacja bazowa PCE zmniejszyła się do 3,2% r/r w czerwcu z 3,4% w maju. Naszym zdaniem dane o PKB w II kw. i czerwcowej inflacji PCE pozostaną w cieniu w cieniu środowowego posiedzenia FOMC i nie będą miały istotnego wpływu na kurs złotego i krajowy rynek długu.

W piątek opublikowany zostanie wstępny szacunek inflacji w Polsce za lipiec. Oczekujemy, że inflacja CPI zwiększyła się do 3,0% r/r z 2,5% w czerwcu z uwagi na wyraźnie wyższą dynamikę cen paliw, co było efektem zakończenia rządowego programu osłonowego CPN oraz eskalacji konfliktu na Bliskim

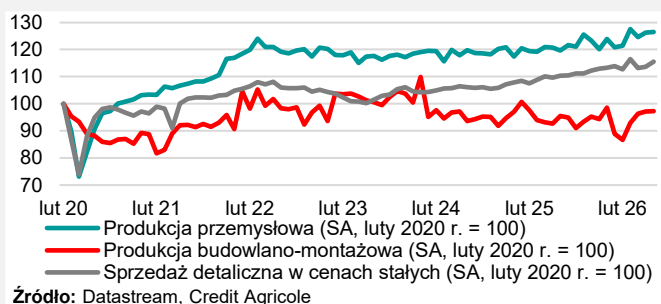


Wschodzie, skutkującej silnym wzrostem światowych cen ropy (patrz wyżej). W przeciwnym kierunku oddziaływał oczekiwany przez nas spadek inflacji bazowej (2,9% r/r w lipcu wobec 3,0% w czerwcu). Choć nasza prognoza kształtuje się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (3,1%), jej materializacja, oznaczająca silny wzrost inflacji w porównaniu z czerwcem br., może przyczynić się do lekkiego umocnienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji.

W tym tygodniu poznamy również istotne dane ze strefy euro i Niemiec. Zgodnie z naszą prognozą kwartalna dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się do 0,1% kw/kw w II kw. 2026 r. z -0,2% w I kw., natomiast w Niemczech spadła do 0,0% w II kw. wobec 0,3% w I kw. Tym samym dane o PKB potwierdzą stagnację aktywności w strefie euro w II kw. br. Nasza prognoza PKB w strefie euro kształtuje się nieznacznie poniżej konsensusu rynkowego (0,2%), tym samym jej materializacja będzie najprawdopodobniej neutralna dla kursu złotego i rentowności obligacji. Oczekujemy, że inflacja HICP w strefie euro wzrosła do 2,9% r/r w lipcu wobec 2,8% r/r w czerwcu, co wynikało z istotnie wyższej dynamiki cen energii oraz ze wzrostu inflacji bazowej do 2,5% r/r w lipcu wobec 2,4% w czerwcu. Tym samym lipiec będzie piątym miesiącem z rzędu, w którym ceny towarów i usług wzrosły w tempie przekraczającym cel inflacyjny EBC (2,0%). Oczekujemy, że z uwagi na pośredni wpływ podwyższonych cen surowców na ceny dóbr finalnych inflacja bazowa nie powróci do celu inflacyjnego co najmniej do końca 2027 r. Podtrzymujemy naszą ocenę, zgodnie z którą siła wtórnych efektów inflacyjnych będzie początkowo ograniczona, a ich wpływ na inflację stanie się w pełni widoczny dopiero w IV kw. br. i w I połowie 2027 r. Dane o lipcowej inflacji w strefie euro będą zgodne z naszym scenariuszem kontynuacji zacieśnienia polityki pieniężnej przez EBC w najbliższych miesiącach.

W zeszłym tygodniu

W ubiegłym tygodniu opublikowane zostały czerwcowe dane z polskiej gospodarki (por. MAKROPuls z 20.07.2026 i z 22.07.2026). Produkcja przemysłowa zwiększyła się o 7,6% r/r wobec wzrostu o 4,1% w maju, kształtując się poniżej naszej



prognozy i powyżej konsensusu rynkowego. Po oczyszczeniu z wpływu czynników sezonowych produkcja przemysłowa zwiększyła się w czerwcu o 0,1% m/m, co wskazuje na kontynuację łagodnego trendu wzrostowego aktywności w przemyśle. Ożywienie aktywności miało szeroki

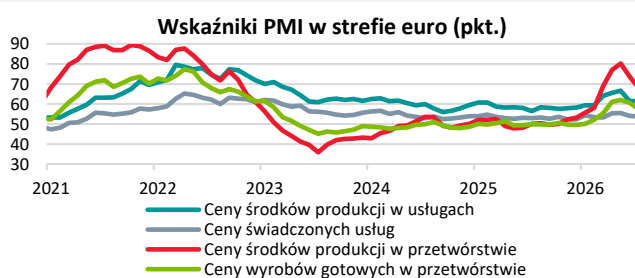
charakter i wynikało zarówno z rosnącego popytu zewnętrznego, jak i krajowego, przy czym ten drugi jest w coraz większym stopniu stymulowany napływem środków z Unii Europejskiej w ramach Funduszu Spójności i Krajowego Planu Odbudowy. Do ożywienia przyczyniła się również wysoka dynamika produkcji dóbr zaopatrzeniowych, związana z akumulacją zapasów w warunkach konfliktu na Bliskim Wschodzie. Czerwcowe dane o produkcji są również kolejnym sygnałem utrwalającego się ożywienia inwestycyjnego w II kw., na co wskazuje utrzymujący się umiarkowanie szybki wzrost produkcji dóbr inwestycyjnych. Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 5,2% r/r wobec wzrostu o 3,9% w maju, a po odsezonowaniu wzrosła o 0,1% m/m, co oznacza, że już czwarty miesiąc z rzędu obserwujemy poprawę sytuacji w budownictwie. Niemniej aktywność w tym sektorze pozostawała nadal poniżej poziomu z końca 2025 r., co oznacza, że tylko częściowo odrobił on straty po silnym zimowym spadku. Z kolei realna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 6,2% r/r z 3,0% w maju, a po wyeliminowaniu czynników sezonowych zwiększyła się w czerwcu o 1,7% m/m. Głównym czynnikiem odpowiadającym za wzrost sprzedaży detalicznej w czerwcu był silny wzrost dynamiki sprzedaży w kategoriach obejmujących dobra trwałego użytku, co sygnalizuje trwałość ożywienia popytu konsumpcyjnego. Zgodnie z czerwcowymi danymi z rynku pracy, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło o 0,9% r/r, podobnie jak w maju, natomiast dynamika wynagrodzeń zwiększyła się do 5,9% r/r z 5,8% w maju, a realna dynamika funduszu płac wzrosła do 2,3% r/r z 1,7%. Wzrost dynamiki wynagrodzeń w czerwcu w porównaniu z majem miał szeroki zakres, co sygnalizuje utrzymywanie się umiarkowanej presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw. Łącznie dane za czerwiec sygnalizują, że negatywny wpływ konfliktu na Bliskim Wschodzie na sytuację gospodarczą w Polsce pozostaje ograniczony. Sygnalizują one ryzyko w górę dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w II kw. (3,0% r/r). Mimo tego, odnotowana w ostatnich tygodniach eskalacja sytuacji w rejonie Zatoki Perskiej pozostaje głównym czynnikiem ryzyka w dół dla naszej prognozy średniorocznego wzrostu PKB w 2026 r. (3,3%).

W ubiegłym tygodniu Europejski Bank Centralny utrzymał stopy procentowe na niezmienionym poziomie, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i naszą prognozą. Główna stopa procentowa EBC wynosi obecnie 2,40%, a stopa depozytowa 2,25%. Komunikat i konferencja prasowa po posiedzeniu nie przyniosły nowych istotnych informacji dotyczących perspektyw polityki pieniężnej. EBC podkreślił utrzymującą się wysoką zmienność cen energii, co uzasadnia ostrożne podejście do dalszych decyzji. Jednocześnie bank wskazał, że ryzyka dla wzrostu gospodarczego przesunęły się w dół, podczas gdy ryzyka dla inflacji pozostają skierowane w górę. Prezes EBC C. Lagarde ponownie zaznaczyła, że bank nie zobowiązuje się do realizacji określonej ścieżki stóp procentowych i będzie podejmował decyzje z posiedzenia na posiedzenie, odmawiając potwierdzenia lub wykluczenia podwyżki stóp we wrześniu. W naszej ocenie przekaz EBC można jednak interpretować jako pośrednie potwierdzenie obecnych oczekiwań rynkowych, zgodnie z którymi wysoce prawdopodobna jest podwyżka stóp procentowych we wrześniu, a kolejna podwyżka w grudniu byłaby uzasadniona w przypadku utrzymania się cen surowców w pobliżu poziomów implikowanych przez notowania kontraktów terminowych. W konsekwencji podtrzymujemy nasz scenariusz zakładający podwyżki stóp procentowych przez EBC we wrześniu i grudniu br., każdorazowo o 25 pb.

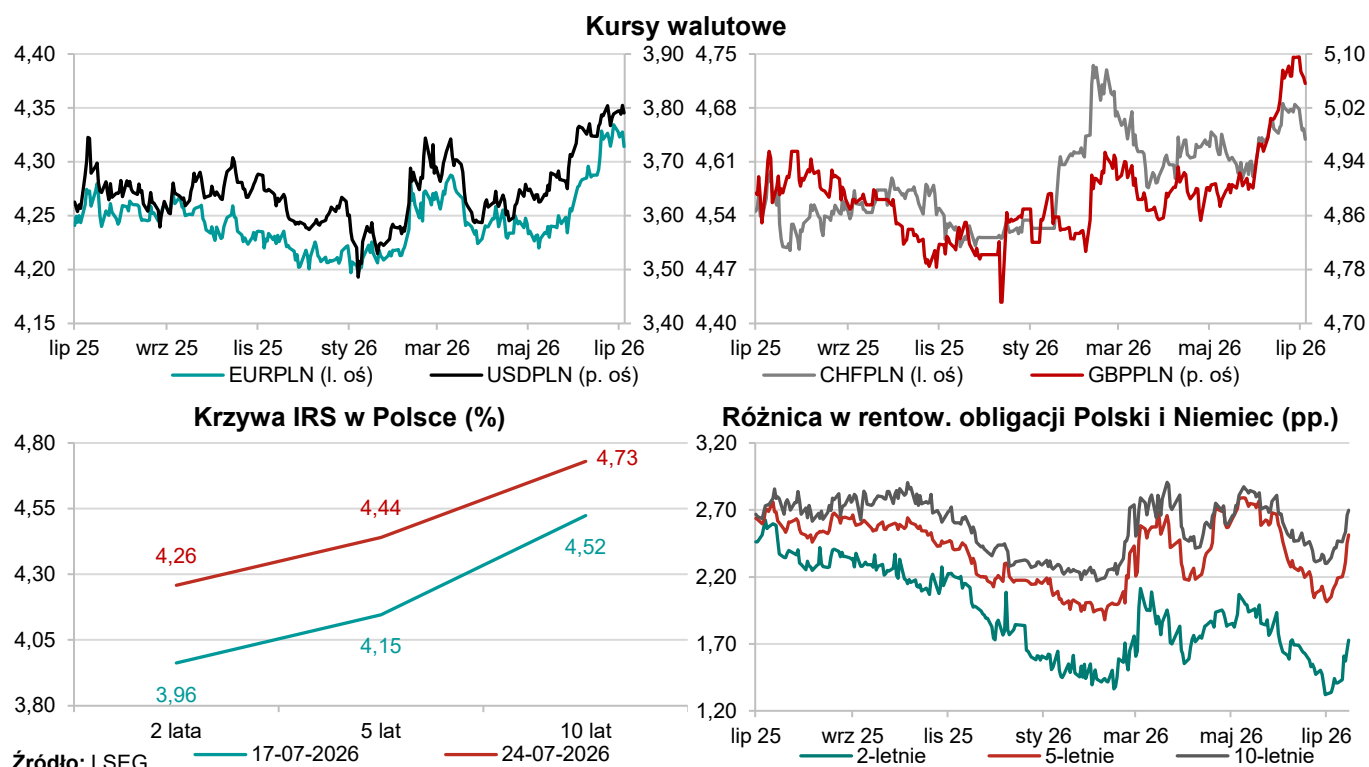
W ubiegłym tygodniu
opublikowane zostały wstępne
lipcowe indeksy PMI dla strefy euro
i Niemiec. W strefie euro

zagregowany indeks PMI Composite
wzrósł w lipcu do 51,9 pkt. wobec
50,0 pkt. w czerwcu. Poprawa
wynikała zarówno ze zwiększenia się

indeksu dla aktywności w usługach (51,6 pkt. wobec 49,4 pkt.), jak i szybszego wzrostu produkcji
w przetwórstwie (53,0 pkt. wobec 51,7 pkt.). Po raz pierwszy od lutego br. odnotowano wzrost
nowych zamówień, co wynikało w dużej mierze z silnej poprawy w sektorze usług, podczas gdy
w przetwórstwie wzrost nowych zamówień przyspieszył jedynie nieznacznie. Z kolei składowa
dla zatrudnienia po raz pierwszy od grudnia 2025 r. przekroczyła granicę 50 pkt., wskazując na
pierwszy w tym roku wzrost liczby pracowników. Składowe cenowe PMI kontynuowały
pozytywny trend zapoczątkowany w czerwcu. Indeks cen środków produkcji obniżył się do
najniższego poziomu od początku konfliktu na Bliskim Wschodzie zarówno w przetwórstwie, jak
i w usługach. Jednocześnie spadły indeksy cen wyrobów gotowych oraz cen świadczonych usług,
co wskazuje na dalsze stopniowe osłabienie presji inflacyjnej. Warto również odnotować, że
lipcowy PMI wskazał na pierwszy od grudnia 2022 r. wzrost zapasów środków produkcji. W
połączeniu z ograniczeniem opóźnień dostaw sygnalizuje to stopniowe zmniejszanie się
zaburzeń w łańcuchach dostaw. W Niemczech wskaźnik PMI Composite zwiększył się do 51,2
pkt. z 49,5 pkt. w czerwcu, po raz pierwszy od marca kształtując się powyżej granicy 50 pkt.
Wzrost indeksu wynikał z ograniczenia spadku aktywności w sektorze usług, gdzie indeks PMI
wzrósł do 49,6 pkt. wobec 48,6 pkt. w czerwcu, jak również ze wzrostu indeksu PMI w
przetwórstwie do 52,2 pkt. wobec 50,3 pkt. w czerwcu. Składowe indeksu dla niemieckiego
przetwórstwa dostarczyły w lipcu wielu istotnych pozytywnych sygnałów: produkcja bieżąca
rosła najszybciej od stycznia 2022 r., nowe zamówienia eksportowe zwiększały się w
najszybszym tempie od lutego 2022 r., a spadek zatrudnienia istotnie wyhamował. Warto
jednak podkreślić, że w obu przypadkach publikowany wraz z indeksami komentarz wyraźnie
podkreśla, że lipcowa eskalacja konfliktu na Bliskim Wschodzie (patrz powyżej) stanowi istotny
czynnik ryzyka dla trwałości ożywienia w gospodarkach strefy euro. Łącznie lipcowe dane PMI
sygnalizują istotne ryzyko w górę dla naszego scenariusza wzrostu PKB w strefie euro w III kw.
2026 r. (0,1% kw/kw wobec 0,1% w II kw.).



Droższa ropa osłabiła złotego i krajowy rynek długu



W ubiegłym tygodniu sytuacja na rynkach finansowych pozostawała pod silnym wpływem eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie i ponownego wzrostu cen ropy. Cena ropy Brent wzrosła na przestrzeni tygodnia do ok. 95–97 USD za baryłkę, przejściowo przekraczając poziom 100 USD, co nasiliło globalną awersję do ryzyka oraz doprowadziło do wyraźnego wzrostu rentowności obligacji i stawek IRS. Opublikowane w poniedziałek i w środę wyższe od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w Polsce były lekko pozytywne dla kursu złotego i rentowności polskich obligacji. Z kolei w piątek nastroje na europejskich rynkach poprawiły się pod wpływem wyraźnie wyższych od oczekiwań indeksów PMI w strefie euro i Niemczech, co doprowadziło do lekkiego umocnienia się złotego. W rezultacie kurs EURPLN spadł w okolice 4,31, natomiast rentowności obligacji istotnie wzrosły na całej krzywej dochodowości.

W tym tygodniu głównymi czynnikami kształtującymi sytuację na rynkach finansowych będą środowowe posiedzenie FOMC, piątkowe dane o lipcowej inflacji w strefie euro oraz rozwój sytuacji na Bliskim Wschodzie, który pozostanie kluczowy dla cen ropy i globalnego apetytu na ryzyko. Czwartkowe dane o PKB w strefie euro w II kw. będą najprawdopodobniej neutralne dla rynku. Z kolei piątkowe wstępne dane o lipcowej inflacji CPI w Polsce mogą przyczynić się do lekkiego umocnienia kursu złotego i wzrostu rentowności obligacji.

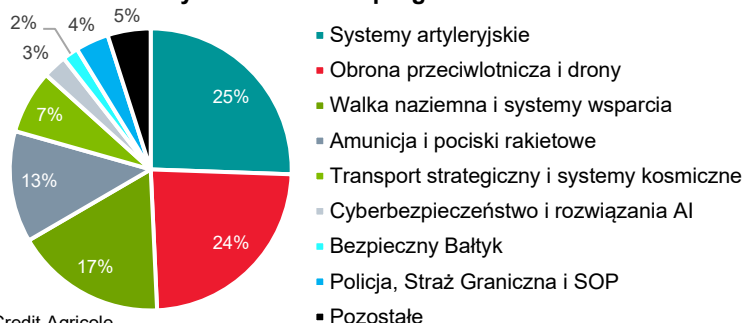
Program SAFE podbije wzrost gospodarczy w Polsce

Duża skala planowanych w Polsce wydatków obronnych sprawia, że będą one miały istotny wpływ na sytuację makroekonomiczną. Kluczowe jest nie tylko to, ile sprzętu zostanie zakupione, lecz także gdzie będzie on produkowany, jaka część wartości zamówień pozostanie w kraju oraz czy kontrakty przełożą się na trwałe zwiększenie mocy produkcyjnych polskiego przemysłu obronnego. W tym kontekście szczególne znaczenie ma program SAFE, czyli Security Action for Europe, który jest unijnym instrumentem przewidującym udzielenie państwom członkowskim do 150 mld EUR długoterminowych pożyczek na inwestycje obronne. Nie są to zatem bezzwrotne środki z budżetu UE. Komisja Europejska pozyskuje finansowanie poprzez emisję obligacji, a następnie udziela pożyczek państwom członkowskim, które odpowiadają za ich spłatę. Maksymalny okres finansowania wynosi 45 lat, przy możliwości zastosowania 10-letniej karencji w spłacie kapitału. Poniżej przedstawiamy najważniejsze wnioski w zakresie wpływu SAFE na polską gospodarkę.

Jednym z głównych celów programu jest wzmocnienie europejskiej bazy przemysłowej sektora obronnego. W tym celu wprowadzono wymóg, zgodnie z którym udział komponentów pochodzących spoza UE, Ukrainy oraz państw EFTA należących do Europejskiego Obszaru Gospodarczego nie może przekraczać 35% kosztu komponentów produktu końcowego. W przypadku najbardziej zaawansowanych systemów, obejmujących m.in. obronę przeciwlotniczą i przeciwrakietową, systemy morskie, duże drony, technologie kosmiczne i sztuczną inteligencję, wykonawcy muszą ponadto dysponować możliwością modyfikowania sprzętu bez ograniczeń nakładanych przez państwa trzecie. Co do zasady SAFE wspiera wspólne zakupy prowadzone przez co najmniej dwa państwa. Przejściowo dopuszczono jednak także zakupy realizowane przez jedno państwo, pod warunkiem że kontrakt został podpisany najpóźniej 30 maja 2026 r. To wyjaśnia silną koncentrację polskich umów w ostatnich dniach maja.

Polska jest największym beneficjentem programu. Maksymalna wartość przyznanej pożyczki wynosi 43,734 mld EUR, co odpowiada ok. 29% całej puli SAFE. Umowa pożyczki została podpisana 8 maja 2026 r., a środki mają trafić poprzez BGK do Funduszu Wsparcia Sił Zbrojnych. Pod koniec maja Polska otrzymała pierwszą transzę w wysokości 6,56 mld EUR, stanowiącą 15% przyznanego limitu. Pozostałe środki będą uruchamiane stopniowo wraz z realizacją polskiego planu inwestycyjnego. Oznacza to, że kwoty 43,7 mld EUR nie należy utożsamiać z pieniędzmi już otrzymanymi ani z wydatkami już poniesionymi.

Planowane wydatki w ramach programu SAFE



Źródło: KPRM, Credit Agricole

Zgodnie z przedstawioną przez rząd strukturą programu największą część środków ma zostać przeznaczona na systemy artyleryjskie – 47,6 mld zł, oraz obronę przeciwlotniczą i przeciwrakietową, systemy bezzałogowe i antydronowe – 44,2 mld zł. Kolejne 32,3 mld zł przypada na walkę naziemną i systemy wsparcia, a 23,8 mld zł na amunicję

i pociski rakietowe. Mniejsze części programu obejmują transport strategiczny i zasoby kosmiczne (13,6 mld zł), cyberbezpieczeństwo i rozwiązania oparte na sztucznej inteligencji (5,1 mld zł) oraz program Bezpieczny Bałtyk (3,4 mld zł). Ponadto 7,1 mld zł zostanie przeznaczonych na projekty Policji, Straży Granicznej oraz Służby Ochrony Państwa. Przypisane do wymienionych powyżej projektów wartości nominalne wynoszą jednak łącznie 177 mld zł, a więc mniej niż komunikowana równowartość całej

pożyczki, wynosząca ponad 183 mld zł. Dostępne materiały rządowe nie wyjaśniają tej różnicy, dlatego podział należy obecnie traktować przede wszystkim jako orientacyjną strukturę planowanych zakupów.

Istotna część programu przeszła już z fazy planowania do fazy kontraktowania. W dniach 28–30 maja Agencja Uzbrojenia oraz Dowództwo Komponentu Wojsk Obrony Cyberprzestrzeni podpisały łącznie 62 umowy lub aneksy. Ich wartość wyniosła prawie 120 mld zł, natomiast wraz z przewidzianymi w już podpisanych umowach prawami opcji ich maksymalna wartość sięga 133,7 mld zł. Prawa opcji pozwalają MON zamówić w przyszłości dodatkowe partie sprzętu lub wyposażenia na warunkach określonych w tych kontraktach, ale nie zobowiązują go do skorzystania z tej możliwości. Nie chodzi zatem o nowe umowy zawierane po 30 maja ani o późniejsze wspólne zakupy z innym państwem, lecz o ewentualne rozszerzenie zamówień już zakontraktowanych do końca maja. Zgodnie z informacją MON wszystkie umowy zawarto z podmiotami polskiego przemysłu obronnego. Część z nich stanowią jednak aneksy rozszerzające wcześniejsze zamówienia, m.in. na amunicję 155 mm, pojazdy Jelcz, karabinki MSBS Grot, systemy Homar-K i K9, transportery Rosomak oraz okręt Ratownik. SAFE nie finansuje zatem wyłącznie całkowicie nowych programów, ale również zwiększenie skali, przyspieszenie realizacji lub zmianę źródła finansowania projektów rozpoczętych wcześniej.

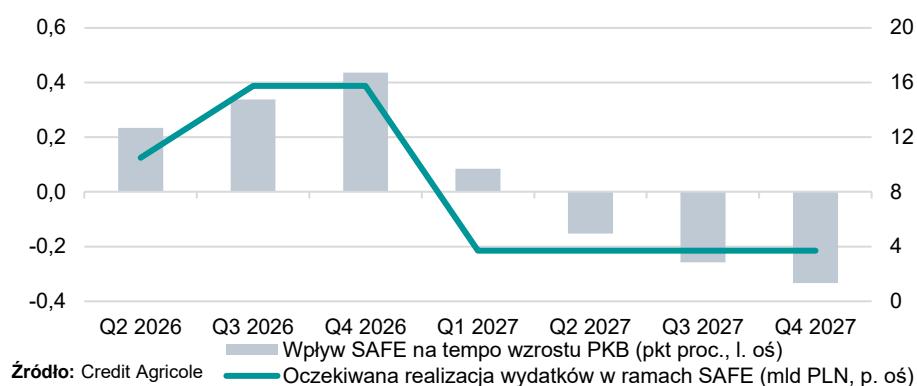
Największym z podpisanych kontraktów jest zamówienie sprzętu towarzyszącego dla 12 dywizjonowych modułów Homar-K o wartości 19,0 mld zł. Kolejne duże pozycje obejmują 18 modułów systemu antydronowego SAN za 14,9 mld zł, 12 modułów systemu poszukiwawczo-uderzeniowego Gladius za 9,3 mld zł oraz 146 bojowych wozów piechoty Borsuk za 7,5 mld zł. Dwa kontrakty dotyczące amunicji artyleryjskiej kalibru 155 mm mają wartość odpowiednio 6,2 mld zł i 7,5 mld zł. Zamówiono również cztery moduły Regina, obejmujące 96 haubic Krab, osiem modułów moździerzy Rak, 190 zestawów FlyEye, ponad 400 zestawów amunicji krążącej Warmate, dwa okręty Hydrograf oraz rozbudowany pakiet pojazdów, podwozi, kabin dowodzenia i infrastruktury dla systemów Wisła i Narew. Znaczącą część umów stanowią również rozwiązania w zakresie cyberbezpieczeństwa, kryptografii, sztucznej inteligencji, łączności satelitarnej i sieci 5G.

Struktura kontraktów wskazuje, że SAFE będzie szczególnie korzystny dla krajowych producentów artylerii, amunicji, pojazdów opancerzonych i systemów bezzałogowych. Duże serie Borsuków, Krabów, Raków, FlyEye, Warmate i Gladiusów zwiększą przewidywalność zamówień i ułatwią przedsiębiorstwom podejmowanie inwestycji w moce produkcyjne. Ważnym beneficjentem będzie również sektor amunicyjny. Skala zamówień na pociski artyleryjskie, miny i inne środki bojowe powinna sprzyjać rozbudowie krajowych zakładów oraz ich łańcuchów dostaw. Korzyści nie ograniczą się przy tym do największych spółek zbrojeniowych. Produkcja wymaga dostaw stali i metali, materiałów wybuchowych, elektroniki, optyki, przewodów, podzespołów samochodowych oraz usług informatycznych i inżynierskich.

Relatywnie wysoki udział krajowej produkcji powinien wystąpić również w systemach bezzałogowych, cyberbezpieczeństwie, kryptografii i specjalistycznej łączności. Są to obszary, w których polskie przedsiębiorstwa dysponują własnymi konstrukcjami, oprogramowaniem i kompetencjami integracyjnymi. Z punktu widzenia rozwoju przemysłu są one szczególnie korzystne, ponieważ większa część wartości produktu może powstawać w Polsce, a przedsiębiorstwa zachowują wiedzę technologiczną, zdolność do dalszego rozwijania systemów oraz możliwość świadczenia usług serwisowych i modernizacyjnych. Duży krajowy komponent powinny mieć także kontrakty stoczniove, wyposażenie osobiste żołnierzy oraz część pojazdów i systemów artyleryjskich.

Nie należy jednak utożsamiać podpisania umowy z polskim wykonawcą z wytworzeniem całej wartości kontraktu w kraju. Rząd szacuje, że 89% zamówień SAFE trafi do polskiego przemysłu. Wskaźnik ten najprawdopodobniej odnosi się do miejsca realizacji głównego kontraktu lub siedziby jego bezpośredniego wykonawcy, a nie do udziału polskiej wartości dodanej. Wiele zaawansowanych

systemów wykorzystuje importowane sensory, efekторы, rakiety, układy elektroniczne, napędy, licencje lub oprogramowanie. Dotyczy to w szczególności części systemów przeciwlotniczych i przeciwrakietowych, technologii satelitarnych oraz sprzętu opartego na rozwiązaniach amerykańskich lub koreańskich. Polska produkcja może w takich przypadkach obejmować przede wszystkim podwozia, kabiny, integrację, transport, logistykę i późniejszy serwis, podczas gdy najdroższe elementy systemu będą pochodziły z importu.



Na podstawie dostępnych informacji publicznych oraz naszych szacunków zakładamy, że w 2026 r. w ramach programu SAFE wydatkowane zostanie ok. 42 mld zł, a w 2027 r. kolejne 15 mld zł. Uwzględniając importochłonność zamówień, wynikającą zarówno z konieczności sprowadzenia części komponentów, jak i realizacji części kontraktów bezpośrednio przez

przedsiębiorstwa zagraniczne, oceniamy, że wydatki te podniosą dynamikę produkcji przemysłowej w okresie II–IV kw. 2026 r. o ok. 1,6 pkt. proc. w porównaniu ze scenariuszem, w którym nie zostałyby zrealizowane. Związany z tym wzrost wartości dodanej w przemyśle podniesie średnioroczną dynamikę PKB w 2026 r. o ok. 0,3 pkt. proc. W 2027 r. impuls związany z programem SAFE wyraźnie osłabnie. Wynikać to będzie ze spadku wartości realizowanych wydatków do ok. 15 mld zł wobec 42 mld zł w 2026 r. oraz przejścia części bardziej złożonych kontraktów do wieloletniej fazy produkcji, w której tempo dostaw będzie ograniczane przez dostępne moce wytwórcze i konieczność pozyskania importowanych komponentów. Jednocześnie roczna dynamika produkcji będzie obliczana względem silnie podwyższonej bazy z 2026 r. W konsekwencji, choć poziom produkcji przemysłowej pozostanie wyższy niż w scenariuszu bez SAFE, zmniejszenie dodatkowej produkcji związanej z programem obniży jej dynamikę w 2027 r. o ok. 0,8 pkt. proc. Analogiczny mechanizm będzie oddziaływał w kierunku obniżenia dynamiki PKB o ok. 0,2 pkt. proc. Taka trajektoria wydatków stanowi wsparcie dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego, zgodnie z którą dynamika PKB obniży się do 3,0% w 2027 r. wobec 3,3% w 2026 r.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	cze 25	lip 25	sie 25	wrz 25	paź 25	lis 25	gru 25	sty 26	lut 26	mar 26	kw 26	maj 26	cze 26	lip 26
Stopa referencyjna NBP* (%)	5,25	5,00	5,00	4,75	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Kurs EURPLN*	4,24	4,27	4,26	4,26	4,25	4,23	4,21	4,21	4,22	4,29	4,25	4,23	4,30	4,29
Kurs USDPLN*	3,60	3,74	3,64	3,63	3,68	3,65	3,58	3,55	3,57	3,71	3,63	3,63	3,76	3,76
Kurs CHFPLN*	4,53	4,60	4,55	4,56	4,57	4,53	4,51	4,52	4,64	4,63	4,64	4,65	4,66	4,62
Inflacja CPI (r/r, %)	4,1	3,1	2,9	2,9	2,8	2,5	2,4	2,1	2,1	3,0	3,2	3,1	2,5	
Inflacja bazowa (r/r, %)	3,4	3,3	3,2	3,2	3,0	2,7	2,7	2,7	2,5	2,7	3,0	3,1	3,0	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-0,4	3,0	0,7	7,6	3,2	-1,1	7,3	-1,5	1,3	7,5	2,9	4,1	7,6	
Produkcja bud-montaż. (r/r, %)	2,1	0,7	-7,0	0,3	4,2	0,1	4,4	-12,8	-13,8	0,6	4,6	3,9	5,2	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-2,2	-2,3	-2,5	-2,6	-2,0	1,2	2,1	2,4	1,7	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	2,1	4,8	3,0	6,6	5,5	2,8	5,0	3,9	4,3	9,8	2,8	4,4	6,8	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	9,0	7,6	7,1	7,5	6,6	7,1	8,6	6,1	6,1	6,6	5,4	5,8	5,9	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	5,1	5,4	5,5	5,6	5,6	5,6	5,7	6,0	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	
Saldo ROB (mln EUR)	-445	-1780	-2593	-797	1767	-402	-2194	1312	-632	272	-1541	-1071		
Eksport (r/r, % EUR)	3,7	3,2	-1,3	5,9	5,2	2,4	9,4	-2,1	2,5	7,9	6,7	5,5		
Import (r/r, % EUR)	2,4	2,7	-1,0	7,4	2,7	2,9	9,8	-5,9	3,8	4,2	7,8	3,7		

*wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym											
Wskaźnik	2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
PKB (% r/r)	3,5	3,0	3,2	3,3	2,7	2,9	3,1	3,0	3,6	3,3	3,0
Konsumpcja (% r/r)	3,3	2,8	2,0	2,1	2,8	3,3	3,3	3,0	3,7	2,5	3,2
Inwestycje (% r/r)	2,4	10,3	7,8	7,5	6,8	6,1	5,9	5,5	4,4	7,3	6,4
Eksport (ceny stałe, % r/r)	5,6	4,9	4,5	5,0	5,2	5,4	5,5	5,5	5,5	5,0	5,6
Import (ceny stałe, % r/r)	6,1	5,5	5,6	5,9	5,2	6,1	6,5	6,1	6,8	5,8	6,3
Wkłady do wzrostu PKB	Spożycie prywatne (pp.)	2,0	1,6	1,1	1,0	1,7	1,9	1,9	1,5	2,1	1,5
	Inwestycje (pp.)	0,3	1,6	1,3	1,7	0,9	1,0	1,0	1,3	0,8	1,2
	Eksport netto (pp.)	0,0	-0,1	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,5	-0,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)***	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,5	-1,4	-1,3	-0,9	-1,3	-1,3
Stopa bezrobocia (%)**	6,1	5,8	5,8	5,9	6,1	5,7	5,7	5,8	5,7	5,9	5,8
Zatrudnienie poza rolnict. (% r/r)	0,9	0,5	0,2	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,4	0,2	-0,5
Wynagrodzenia w GN (% r/r)	6,7	6,5	6,1	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	8,7	6,4	6,0
Inflacja CPI (%)*	2,4	2,9	2,7	3,4	3,2	3,4	3,5	3,0	3,6	2,8	3,3
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,85	3,85	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,60	3,99	3,60	3,60
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	3,50	3,50
EURPLN**	4,29	4,30	4,28	4,25	4,23	4,21	4,19	4,17	4,21	4,25	4,17
USDPLN**	3,71	3,76	3,75	3,76	3,74	3,69	3,61	3,56	3,58	3,76	3,56

*wartość średniokwartalna

**wartość na koniec okresu

***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

KRAJ		WSKAŹNIK	OKRES	POPZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
Poniedziałek 27.07.2026 r.						
10:00	Niemcy	Indeks Ifo (pkt.)	Lipiec	85,6	86,0	
10:00	Strefa euro	Podaż pieniądza M3 (% r/r)	Czerwiec	3,2	3,3	
14:30	USA	Zamówienia na dobra trwałego użytku (% m/m)	Czerwiec	-4,5	2,5	
Wtorek 28.07.2026 r.						
15:00	USA	Indeks cen domów Case-Shiller (% m/m)	Maj	0,0	0,0	
16:00	USA	Indeks Richmond Fed (pkt.)	Lipiec	4,0		
16:00	USA	Wskaźnik ufności konsumenckiej (pkt.)	Lipiec	91,2	92,2	
Środa 29.07.2026 r.						
20:00	USA	Decyzja o stopach procentowych Fed (%)	Lipiec	3,75	3,75	3,75
Czwartek 30.07.2026 r.						
10:00	Niemcy	Wstępny PKB (% kw/kw)	II kw.	0,3	0,0	0,0
11:00	Strefa euro	Wstępny szacunek PKB (% kw/kw)	II kw.	-0,2	0,1	0,2
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Lipiec	-0,38		
11:00	Strefa euro	Stopa bezrobocia (%)	Czerwiec	6,2	6,2	
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Lipiec	3,75	3,75	3,75
14:00	Niemcy	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	2,4	2,8	
14:30	USA	Wstępny szacunek PKB (% r/r)	II kw.	2,1	2,1	
14:30	USA	Inflacja bazowa PCE (% r/r)	Czerwiec	3,4	3,3	
14:30	USA	Inflacja PCE (% r/r)	Czerwiec	4,1	3,7	
14:30	USA	Realne spożycie indywidualne (% m/m)	Czerwiec	0,3		
Piątek 31.07.2026 r.						
3:30	Chiny	Indeks NBS PMI dla przetwórstwa (pkt.)	Lipiec	50,3	50,0	
9:30	Polska	Wstępna inflacja CPI (% r/r)	Lipiec	2,5	3,0	3,1
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Lipiec	2,8	2,9	2,9
15:45	USA	Indeks Chicago PMI (pkt.)	Lipiec	56,7	56,0	
16:00	USA	Finalny indeks Uni. Michigan (pkt.)	Lipiec	54,4	54,0	

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

** Konsensus wg agencji Thomson Reuters, Bloomberg lub gazety Parkiet


Jakub BOROWSKI

Główny Ekonomista
tel.: 600 457 021

jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI

Starszy Ekonomista
tel.: 512 191 822

krystian.jaworski@credit-agricole.pl
Jakub OLIPRA

Starszy Ekonomista
tel.: 518 003 696

jakub.olipra@credit-agricole.pl

Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny „MAKROMAPA” w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Olehem Lychakiem: olychak@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument stanowi badanie inwestycyjne i został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem obiektywnych informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał stanowi niezależne wyjaśnienie spraw w nim zawartych i nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych w materiale komentarzy i opinii.