

Mieszane sygnały z rynku pracy dla Fed

- W środę złoty marginalnie umocnił się wobec euro i dolara, a kursy EURPLN oraz USDPLN zbliżyły się odpowiednio do 4,33 oraz 3,7350. Krajowa waluta pozostawała pod wpływem otoczenia zewnętrznego, w tym wysokich cen ropy i podwyższonej awersji do ryzyka po dalszej eskalacji napięć na Bliskim Wschodzie. W drugiej części dnia nastroje inwestycyjne częściowo się poprawiły po wyhamowaniu wzrostu cen ropy oraz osłabieniu indeksu DXY wskutek wyraźnego umocnienia jena, co wsparło odreagowanie walut EM, w tym złotego. Na krajowym rynku długu rentowności SPW wzrosły o 5–6pb zgodnie z trendami globalnymi, pod presją wyższych cen surowców energetycznych i ryzyka geopolitycznego. **Wysoka zmienność nastrojów negatywnie wpłynęła również na wynik aukcji zamiany MF, na której sprzedano obligacje o wartości 4,3 mld PLN przy popycie 6 mld PLN.** W czwartek, przy pustym krajowym kalendarzu makroekonomicznym, złoty i krajowy rynek długu pozostaną pod dominującym wpływem geopolityki, cen surowców energetycznych oraz globalnego apetytu na ryzyko. **Zakładamy stabilizację EURPLN w przedziale 4,32–4,34, przy większym ryzyku wzrostu USDPLN w kierunku 3,76–3,77.** W przypadku SPW bazowym scenariuszem pozostaje konsolidacja rentowności blisko 4,55% dla papierów 2-letnich oraz w okolicach 6,10% dla 10-letnich.
- Dziś zapowiada się spokojna sesja pod względem publikacji makroekonomicznych, rynki pozostaną więc pod wpływem wydarzeń na Bliskim Wschodzie. Wśród publikowanych danych znajdzie się rewizja sierpniowych indeksów PMI dla usług, gdzie wstępne odczyty wskazały na wzrost aktywności zarówno w strefie euro, jak i w USA. Ze strefy euro napłyną dane o inflacji PPI za lipiec, która prawdopodobnie będzie dalej rosła, napędzana wyższymi cenami paliw. W USA poznamy także lipcowy bilans handlowy.

Biuro Analiz Makroekonomicznych Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

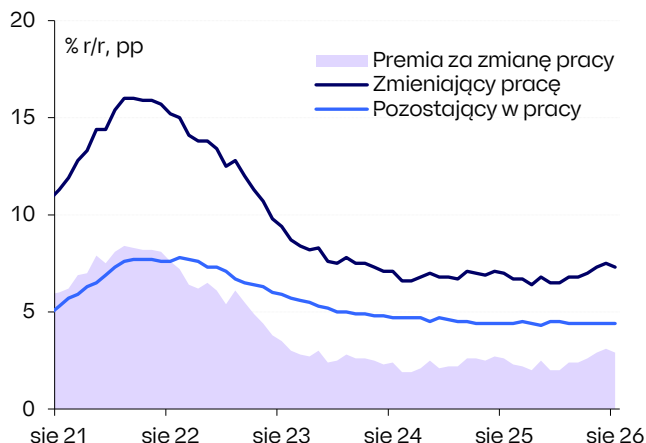
	Wartość 2026-09-02	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	152 161	0,3
STOXX Europe 600	646	-0,2
S&P500	7 667	0,5
Waluty:		
EURPLN	4,33	-0,1
USDPLN	3,73	-0,2
CHFPLN	4,59	-0,3
EURUSD	1,16	0,0
Obligacje:		
PL2Y	4,53	5
PL5Y	5,64	6
PL10Y	6,18	6
DE10Y	3,38	4
US10Y	4,79	0
Surowce:		
Ropa Brent	96	1,0
Złoto	4386	1,3

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

- ŚWIAT:** Prezydent USA zapytany, jak długo może potrwać kampania bombardowań, odpowiedział: „Nie sądzę, żeby zbyt długo”. Stany Zjednoczone nie poinformowały o żadnych atakach na Iran wczorajszej nocy, po tym jak we wtorek zaatakowały około 100 celów w Iranie w pierwszej od około miesiąca wymianie ognia.

Raport ADP wskazuje, że wynagrodzenia nie generują presji inflacyjnej



Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Najwyższe w br. ceny gazu TTF podbijają oczekiwania inflacyjne i rentowności europejskich obligacji

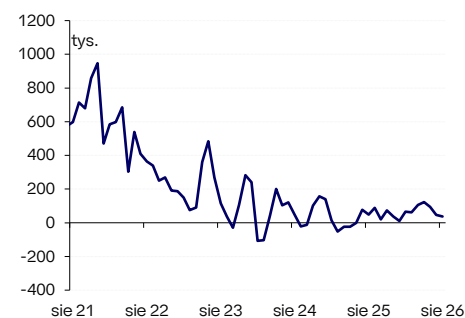


- **USA:** Zatrudnienie w sektorze prywatnym wg ADP w sierpniu wzrosło o 38 tys. osób, co było wynikiem poniżej oczekiwań (47 tys.) i oznacza spowolnienie w porównaniu z lipcowym wzrostem o 46 tys. Wzrost koncentrował się w dużych firmach (powyżej 500 zatrudnionych). W podziale sektorowym zatrudnienie spadało w branżach produkujących towary a rosło w usługach, głównie w edukacji, usługach medycznych oraz rekreacji i hotelarstwie. **Dynamika wynagrodzeń nieznacznie wyhamowała, do 4,7% r/r z 4,8% r/r w lipcu.** Spowolnienie wzrostu płac było widoczne szczególnie wśród osób zmieniających pracę, a premia za zmianę pracy, po wcześniejszych wzrostach, w sierpniu spadła. To może wskazywać na stabilizację po okresie zmniejszenia podaży pracy związanego z nowymi przepisami ograniczającymi imigrację. **Dane potwierdzają ocenę prezesa Fed K.Warsha, że w USA występuje pełne zatrudnienie. Z drugiej strony, spadek dynamiki płac może być argumentem za tym, że w gospodarce nie powstają inflacyjne efekty drugiej rundy, co może oznaczać, że Fed nie musi jeszcze podnosić stóp procentowych.** Jeśli piątkowy raport NFP również pokaże spowolnienie wzrostu wynagrodzeń, może to zostać wykorzystane przez gołębiych członków FOMC jako argument za utrzymaniem stóp we wrześniu bez zmian. Mimo to prawdopodobieństwo wrześniowej podwyżki pozostaje wysokie.
- **USA:** J.Williams (NY Fed, z prawem głosu w FOMC) **ocenil, że ostatnie dane o inflacji są zachęcające, a presja cenowa stopniowo słabnie wraz z wygasaniem wpływu cel.** Wyższe ceny energii związane z konfliktem na Bliskim Wschodzie nie przekładają się szerzej na inflację bazową. J.Williams poparł lipcową decyzję o utrzymaniu stóp bez zmian i ocenil, że ich obecny poziom dobrze równoważy cele Fed.
- **EUR:** J.Nagel (EBC, Bundesbank) **zasugerował, że EBC podniesie stopy na wrześniowym posiedzeniu,** wskazując na inflację utrzymującą się wyraźnie powyżej celu. Nie przesądził jednak o kolejnych ruchach ze względu na dużą niepewność i zmienność cen energii oraz na rynkach finansowych.
- **USA:** Zamówienia fabryczne w lipcu wzrosły o 0,9% m/m (sa), odbijając po czerwcowym spadku o 0,2% m/m (przed rewizją -0,3% m/m), co było wynikiem lepszym od oczekiwań (0,7% m/m). Zamówienia na środki trwałe wzrosły o 1,1% m/m, zgodnie z wstępnym odczytem. Popyt w przetwórstwie w USA pozostaje wysoki, napędzany głównie przez zamówienia na statki powietrzne, sprzęt militarny oraz maszyny przemysłowe. W nadchodzących miesiącach solidny popyt w przetwórstwie powinien się utrzymać, stanowiąc jedno z nielicznych źródeł wzrostu gospodarczego w USA.

WYDARZENIA KRAJOWE:

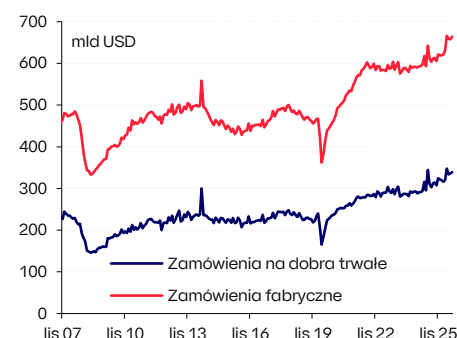
- **POL:** W marcu 2026 mediana wynagrodzeń brutto w gospodarce narodowej wyniosła 7 530 PLN i była wyższa o 7,6% r/r, natomiast przeciętne (średnie) wynagrodzenie osiągnęło poziom 9 699 PLN, czyli wzrosło o 6,6% r/r. Mediana była o 22,4% niższa od średniej, co wskazuje na prawoskośny rozkład wynagrodzeń, w którym większość osób zarabia poniżej średniej. **Wynagrodzenie nieprzekraczające płacy minimalnej otrzymywało 12,2% zatrudnionych, przy czym w najmniejszych firmach (do 9 zatrudnionych) odsetek ten sięgał 46,5%.** W podziale na branże najwięcej osób otrzymujących płacę minimalną pracowało w zakwaterowaniu i gastronomii (38,9%) oraz w budownictwie (36,1%), natomiast najmniej w administracji publicznej (0,6%). Próg wejścia do grupy najlepiej zarabiających 10% wynosił 15 425 PLN. W 1q26 roczna dynamika wynagrodzeń w poszczególnych decylach kształtowała się blisko mediany i wynosiła ok. 7%, podczas gdy przed rokiem szybciej rosły wynagrodzenia osób zarabiających poniżej mediany. Jedynie wynagrodzenia w pierwszym decylu, odpowiadającym płacy minimalnej, rosły znacznie wolniej niż mediana, o 3% r/r.

Miesięczna dynamika zatrudnienia w sektorze prywatnym w USA wg ADP



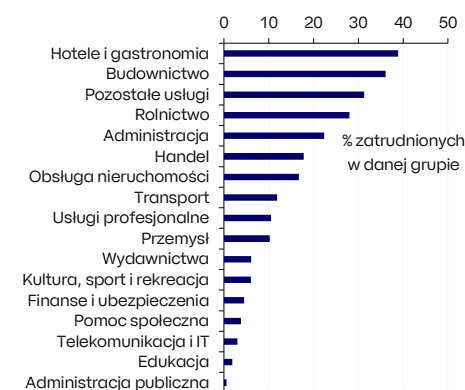
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zamówienia w przetwórstwie USA



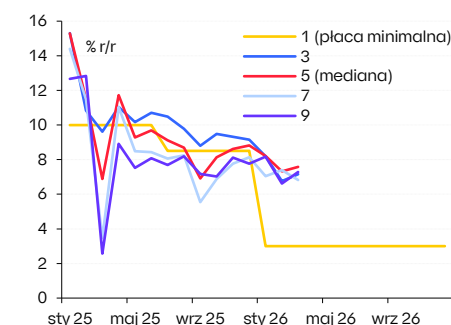
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Zatrudnieni otrzymujący wynagrodzenie nieprzekraczające minimalnego wynagrodzenia na koniec marca 2026 w Polsce



Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

Dynamika wynagrodzeń w poszczególnych decylach

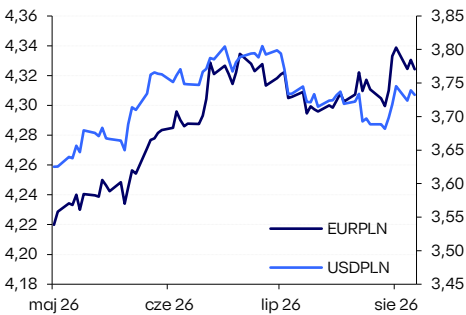


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- **W środę złoty marginalnie umocnił się wobec euro i dolara**, odpowiednio w pobliżu 4,33 na EURPLN oraz 3,7350 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar ostatecznie lekko się osłabił, natomiast EURUSD oscylował wokół 1,1590.
- **Dolar w porannej części sesji umocnił się do najwyższego od dwóch tygodni poziomu wobec koszyka głównych walut, wspierany przez utrzymujące się wysokie ceny ropy oraz wzrost awersji do ryzyka związany z obawami o negatywne skutki szoku energetycznego dla globalnej gospodarki.** Miało to miejsce po silnej nocnej wymianie ognia pomiędzy USA a Iranem, prowadzącej do dalszego wzrostu napięć na Bliskim Wschodzie. **Zwyżka cen ropy wyhamowała jednak w trakcie popołudniowej części sesji, co sprzyjało odreagowaniu na przecenionych walutach EM, w tym złotym.** Na bazowych rynkach FX natomiast wyraźnie, o ponad 0,9%, umocnił się japoński jen, co ostatecznie wpłynęło na lekkie osłabienie indeksu dolara DXY, w którym jen odpowiada za ok. 13,6% koszyka. Publikowane w środę dane, w tym słabszy od oczekiwań sierpniowy raport ADP, nie miały według naszej oceny istotnego wpływu na rynek FX.
- **W czwartek krajowy kalendarz makroekonomiczny będzie pusty, dlatego złoty pozostanie przede wszystkim pod wpływem impulsów zewnętrznych.** Uwagę inwestorów przyciągną finalne sierpniowe odczyty PMI dla usług w Europie i USA oraz amerykański indeks ISM dla usług, który może mieć większe znaczenie dla oczekiwań dotyczących kondycji gospodarki Stanów Zjednoczonych. Biorąc jednak pod uwagę dominujący wpływ wysokich cen ropy i gazu na oczekiwania inflacyjne oraz spadek globalnego apetytu na ryzyko, trudno oczekiwać, by publikacje te istotnie zmieniły obecne, niekorzystne dla złotego otoczenie rynkowe. **Dopóki nie pojawią się wyraźne sygnały deeskalacji napięć na Bliskim Wschodzie, zewnętrzna presja na krajową walutę może się utrzymywać. Zakładamy zatem utrzymanie EURPLN w przedziale 4,32–4,34, przy większym ryzyku wzrostu USDPLN w kierunku 3,76–3,77.**
- **Na krajowym rynku stopy procentowej śródowa sesja przyniosła wzrost rentowności polskich obligacji, zgodny z trendami globalnymi.** Negatywnie na wyceny papierów oddziałuje przede wszystkim presja na wzrost cen surowców energetycznych, będąca konsekwencją eskalacji konfliktu na Bliskim Wschodzie. **Mimo atrakcyjnych rentowności nie można wykluczyć, że w obecnym, niesprzyjającym otoczeniu rynkowym dojdzie do ich dalszego wzrostu.** Biorąc pod uwagę ubogi kalendarz publikacji makroekonomicznych w czwartek, inwestorzy w dalszym ciągu będą koncentrować się przede wszystkim na geopolityce. Pewien wpływ na nastroje rynkowe mogą mieć również publikacje wskaźników PMI dla usług w Europie oraz indeksu ISM dla usług w Stanach Zjednoczonych. W scenariuszu bazowym **zakładamy, że do piątkowej publikacji danych z amerykańskiego rynku pracy rentowności będą konsolidować się w sektorze 2-letnim blisko 4,55%, a w sektorze 10-letnim w okolicach 6,10%.**
- **Wysoka zmienność nastrojów negatywnie wpłynęła również na wyniki środowej aukcji zamiany. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje o wartości zaledwie 4,3 mld PLN przy popycie wynoszącym 6 mld PLN.** Oznacza to, że resort finansów zredukował zlecenia o blisko 2 mld PLN, najprawdopodobniej ze względu na zbyt niskie oferowane ceny. Ostatni raz niższą sprzedaż na aukcji zamiany odnotowano w maju 2023. **Warto zwrócić uwagę także na emisję obligacji zrealizowaną przez BGK na rzecz Funduszu Przeciwdziałania COVID-19 na rynku amerykańskim.** Bank uplasował papiery 7,5-letnie o wartości 1 mld USD ze spreadem 90pb względem polskich dolarowych obligacji skarbowych oraz 12-letnie obligacje o wartości 1,5 mld USD ze spreadem 120pb. Oznacza to, że premia względem wycen polskich papierów skarbowych wyniosła około 25-30pb, czyli była zbliżona do poziomów obserwowanych na rynku PLN.

Waluty



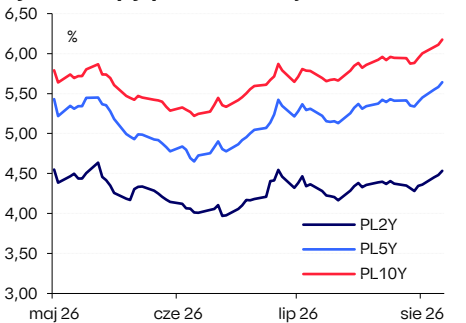
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



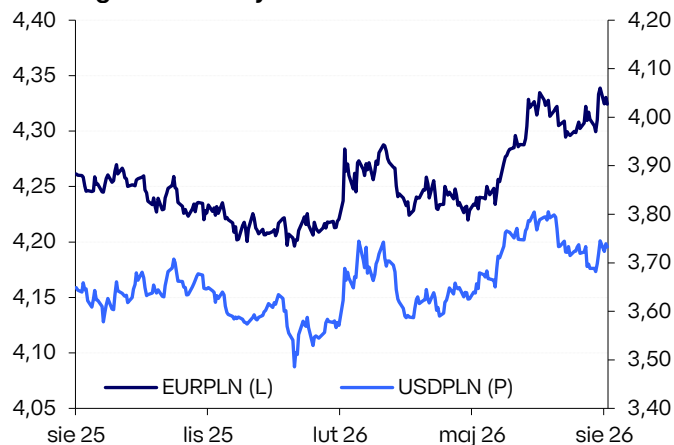
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

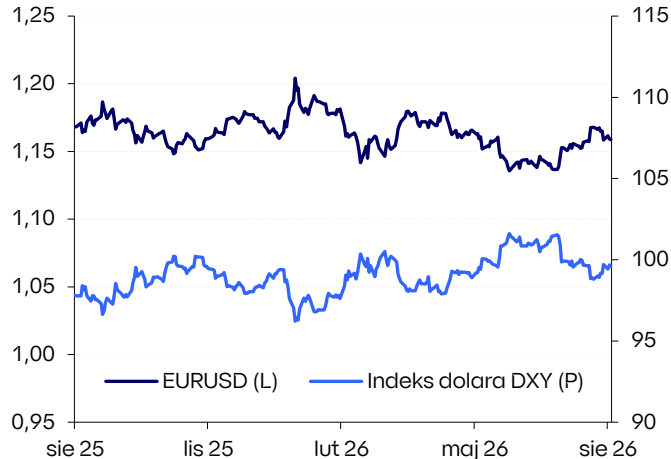
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,74	3,74
PL2Y	3,95	3,95
PL5Y	4,55	4,50
PL10Y	5,10	5,00

Źródło: PKO Bank Polski.

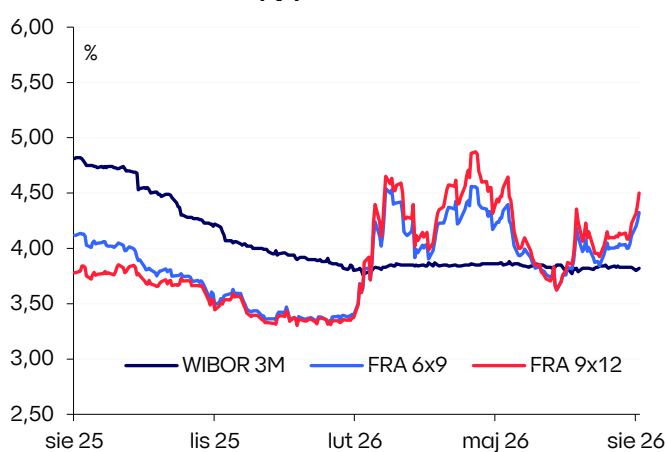
PLN vs główne waluty



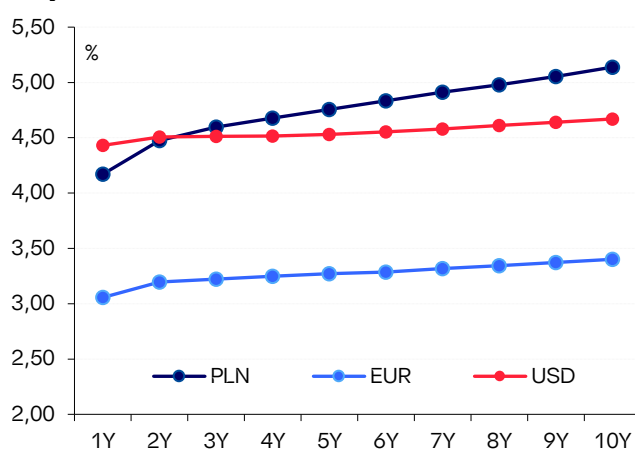
Notowania USD



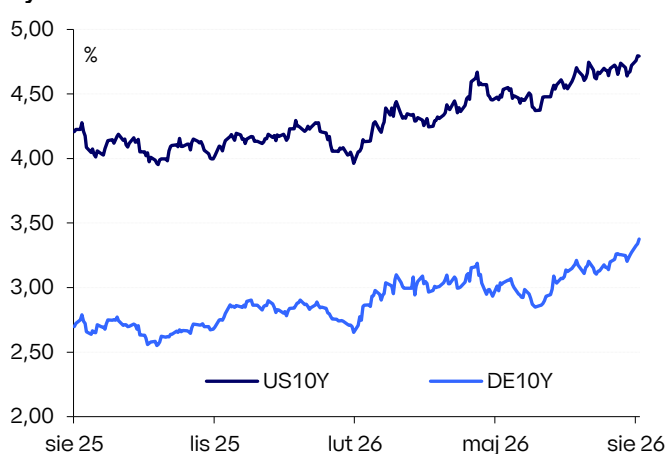
Krótkoterminowe stopy procentowe



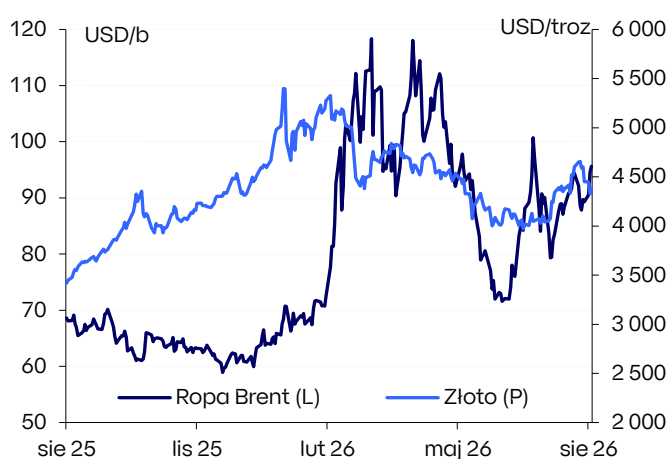
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Piątek, 28 sierpnia						
GER: Stopa bezrobocia (sie.)	9:55	%	6,4	6,4	--	6,4
EUR: Wskaźnik koniunktury ESI (sie.)	11:00	pkt.	96,9	97,6	--	98,4
EUR: Koniunktura konsumencka (sie., rew.)	11:00	pkt.	-15,9	-16,3	--	-15,9
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (sie., rew.)	16:00	pkt.	55,2	51,0	--	51,7
Poniedziałek, 31 sierpnia						
POL: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:30	% r/r	3,0	3,1	3,2	3,4
POL: Wzrost PKB (2q)	9:30	% r/r	3,5	3,8	3,8	3,9
CZE: Podaż pieniądza M3 (lip.)	10:00	% r/r	6,3	--	--	5,7
GER: Inflacja CPI (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,8	3,0	--	2,9
GER: Inflacja HICP (sie., wst.)	14:00	% r/r	2,8	3,1	--	2,9
Wtorek, 1 września						
CHN: PMI w przetwórstwie (sie.)	3:45	pkt.	50,9	51,2	--	51,5
ROM: Stopa bezrobocia (lip.)	8:00	%	6,8	--	--	6,4
HUN: Wzrost PKB (2q)	8:30	% r/r	1,7	1,7	--	1,7
POL: PMI w przetwórstwie (sie.)	9:00	pkt.	49,0	49,5	49,7	48,3
GER: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	9:55	pkt.	52,2	54,1	--	54,3
EUR: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,9	52,8	--	52,7
EUR: Inflacja HICP (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,9	3,3	--	3,3
EUR: Inflacja bazowa (sie., wst.)	11:00	% r/r	2,5	2,5	--	2,4
USA: PMI w przetwórstwie (sie., rew.)	15:45	pkt.	53,9	53,2	--	53,9
USA: ISM w przetwórstwie (sie.)	16:00	pkt.	55,6	55,2	--	54,6
USA: Raport JOLTS (lip.)	16:00	mln	7,182	7,31	--	7,271
Środa, 2 września						
USA: Raport ADP (sie.)	14:15	tys	46	47	--	38
USA: Zamówienia fabryczne (lip.)	16:00	% m/m	-0,2	0,7	--	0,9
USA: Zamówienia na dobra trwałe (lip., rew.)	16:00	% m/m	0,6	1,1	--	1,1
Czwartek, 3 września						
GER: PMI w usługach (sie., rew.)	9:55	pkt.	49,8	48,5	--	--
EUR: PMI w usługach (sie., rew.)	10:00	pkt.	51,7	51,7	--	--
EUR: Inflacja PPI (lip.)	11:00	% r/r	4,6	5,4	--	--
USA: Bilans handlowy (lip.)	14:30	mld USD	-73,3	-90,1	--	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	203	205	--	--
Piątek, 4 września						
GER: Zamówienia fabryczne (lip.)	8:00	% m/m	3,1	0,3	--	--
GER: Zamówienia w przemyśle (lip.)	8:00	% r/r	6,5	10,5	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie., wst.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	--	--
EUR: Sprzedaż detaliczna (lip.)	11:00	% r/r	0,7	1,1	--	--
USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (sie.)	14:30	tys	-23	55	36	--
USA: Przeciętna płaca godzinowa (sie.)	14:30	% r/r	3,2	3,0	--	--
USA: Stopa bezrobocia (sie.)	14:30	%	4,1	4,1	--	--

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 Rynekowych

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.