

Czekamy na decyzję RPP i EBC

- **Złoty rozpoczął tydzień stabilnie wobec euro**, z EURPLN blisko 4,31, **natomiast lekko umocnił się wobec dolara**, do ok. 3,7060, przy wzroście EURUSD do 1,1620. Z powodu pustego krajowego kalendarza makro złoty pozostawał pod wpływem czynników zewnętrznych. Na dolara presję wywierał silniejszy jen, wspierany m.in. przez jastrzębie oczekiwania wobec polityki Banku Japonii. Kurs USDJPY spadł poniżej 155, naruszając minima osiągnięte po interwencji walutowej pod koniec lipca. Euro lekko wspierała rewizja w górę PKB strefy euro za 2q26. Do środowej decyzji RPP zakładamy stabilizację EURPLN w pobliżu 4,31 i ewentualny test 3,70 na USDPLN, o ile Brent pozostanie poniżej 100 USD/b. Na rynku długu rentowności SPW wzrosły pod wpływem globalnych tendencji i obaw o proinflacyjny efekt drożących surowców energetycznych. W scenariuszu bazowym zakładamy stabilizację rentowności polskich obligacji 2-letnich na poziomie 4,55%, a 10-letnich w okolicach 6,15%. Istotna dla rynku będzie konferencja prezesa NBP: sygnał dłuższej stabilizacji stóp mógłby schłodzić rynkowe oczekiwania na podwyżki.
- Po opublikowanej wczoraj mocno rozczarowującej produkcji przemysłowej **w Niemczech** dziś warto zwrócić uwagę na niemieckie **dane o handlu zagranicznym** – konsensus oczekuje w lipcu niewielkiego wzrostu eksportu i spadku importu.
- W regionie kluczową publikacją będzie sierpniowa inflacja CPI z Węgier, gdzie oczekujemy minimalnego przyspieszenia wzrostu cen do 1,3% r/r.
- **Dziś rozpoczyna się dwudniowe posiedzenie RPP**, na którym oczekujemy stabilizacji stóp procentowych. Narodowy Bank Polski poinformował, że konferencja Prezesa Głapińskiego odbędzie się 10 września o 15:00.

Biuro Analiz Makroekonomicznych

Biuro Strategii Rynkowych

pkoresearch@pkobp.pl

[X @PKO_Research](#)

centrumanaliz.pkobp.pl

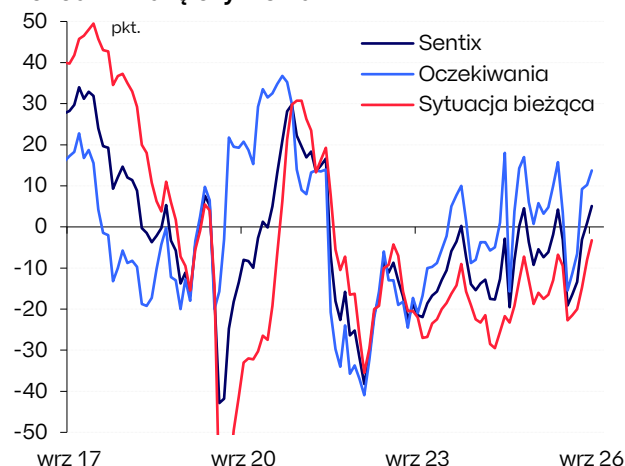
	Wartość 2026-09-07	(%, pb)* Δ 1D
Indeksy akcji:		
WIG	154 617	0,4
STOXX Europe 600	650	0,0
S&P500	7 719	0,0
Waluty:		
EURPLN	4,31	0,1
USDPLN	3,71	-0,1
CHFPLN	4,57	-0,1
EURUSD	1,16	0,1
Obligacje:		
PL2Y	4,55	7
PL5Y	5,57	-4
PL10Y	6,17	4
DE10Y	3,38	5
US10Y	4,78	0
Surowce:		
Ropa Brent	97	0,7
Złoto	4405	-0,5

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

WYDARZENIA ZAGRANICZNE:

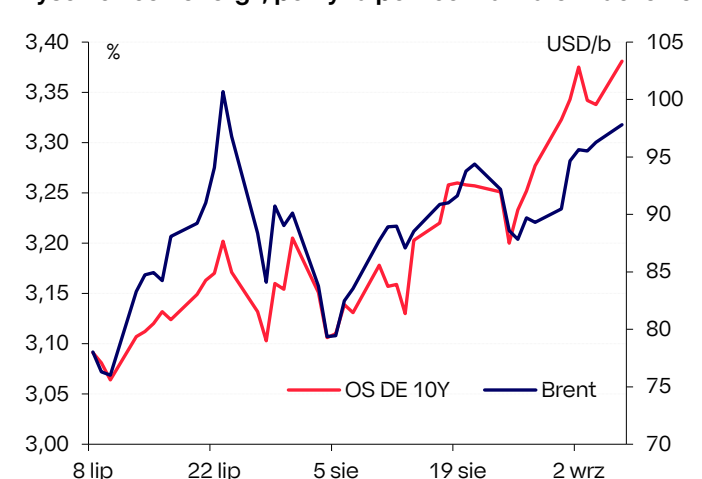
- **ŚWIAT: Na Bliskim Wschodzie utrzymał się wysoki poziom napięcia**, choć nie doszło do nowej istotnej wymiany ognia między USA a Iranem. Teheran zaostrzył jednak retorykę, zapowiadając rozszerzenie strefy wyłączenia w Zatoce Perskiej i zmianę podejścia operacyjnego wobec amerykańskich okrętów i baz. Jednocześnie Iran sygnalizował, że porozumienie z Omanem dotyczące tymczasowego bezpiecznego korytarza przez Ormuz jest bliskie finalizacji.

Zdaniem ankietowanych przez Sentix inwestorów strefa euro wchodzi w fazę ożywienia



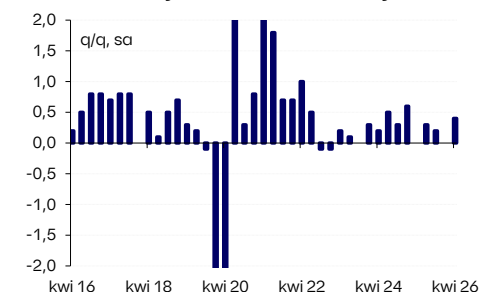
Źródło: Macrobond, LSEG Workspace, PKO Bank Polski.

Rentowności niemieckich obligacji rosną z powodu wysokich cen energii, polityka póki co ma małe znaczenie



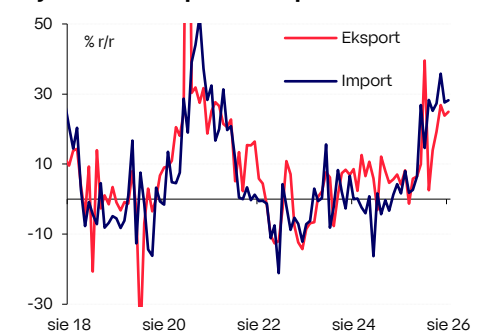
- **CAN/USA:** Dziś w nocy weszły w życie kanadyjskie cła odwetowe w wysokości 15-50% na ponad 700 amerykańskich towarów, w odpowiedzi na cło 50% wprowadzone przez USA. Najwyższe stawki dotyczą m.in. niektórych produktów mleczarskich, stali, aluminium, mebli i odzieży. Eskalacja nastąpiła po zerwaniu negocjacji handlowych, gdy – wg premiera Kanady M.Carneya – USA zażądały ograniczenia kanadyjskiej swobody w zawieraniu umów handlowych z innymi krajami. D.Trump zapowiedział również podwojenie od 2027 cła na kanadyjskie samochody, ciężarówki i części motoryzacyjne do 50%.
- **EUR:** Indeks nastrojów inwestorów Sentix dla strefy euro we wrześniu poprawił się, już 5. miesiąc z rzędu, do 5,1 pkt. z 0,9 pkt. Zdaniem ankietowanych inwestorów strefa euro wchodzi w fazę ożywienia. Indeks znalazł się na poziomie najwyższym od lutego 2022 i wzrósł silniej niż oczekiwano (kons.: 1,7 pkt.). Komponent oceny bieżącej sytuacji wzrósł do -3,3 pkt. z -8,0 pkt., natomiast oczekiwań do +13,75 pkt. z +10,25 pkt. W omówieniu badania zwrócono uwagę na wzrost oczekiwań inflacyjnych oraz przewidywania bardziej restrykcyjnej polityki banków centralnych. Rosnące stopy procentowe mogą stosunkowo szybko zahamować rozpoczynające się ożywienie gospodarcze.
- **EUR:** PKB (sa) w 2q26 wzrósł o 1,2% r/r, o 0,2pp silniej niż wskazywały wstępne dane. W ujęciu kwartalnym PKB wzrósł o 0,6% wobec braku zmian w poprzednim kwartale (patrz wykres obok). Głównymi motorami wzrostu były eksport netto (+0,9 pp) oraz konsumpcja (+0,2 pp). Najsilniejszy wzrost PKB w ujęciu q/q w 2q26 odnotowano w Irlandii (+10,2%), Słowenii (+1,8%) oraz na Litwie (+1,7%) i w Szwecji (+1,6%). PKB spadł q/q jedynie w Austrii (-0,1%). Wynik Polski na poziomie 1,0% q/q plasował nasz kraj w europejskiej czołówce. W ujęciu r/r wzrost odnotowany w Polsce (3,8%) był trzecim najsilniejszym w UE, po Maltie i Danii i ex aequo z Litwą.
- **EUR:** Zatrudnienie w 2q26 wzrosło o 0,5% r/r, zgodnie z oczekiwaniami oraz tak samo jak w poprzednim kwartale. W 2q26 w strefie euro było 176,4 miliony zatrudnionych. Liczba osób zatrudnionych wzrosła o 0,1% w porównaniu z 1q26. Najsilniej wzrosło zatrudnienie w Portugalii, Czechach i na Maltie, o ok. 1% q/q.
- **CHN:** Nadwyżka handlowa w sierpniu zwiększyła się do 119,1 mld USD, a w ujęciu płynnego roku utrzymała poziom 5,8% PKB. Eksport wzrósł o 25,0% r/r wobec 23,9% w lipcu, a import o 28,2% r/r wobec 27,5% r/r poprzednio. Eksport jest wspierany przede wszystkim przez globalny boom inwestycyjny związany z AI, który zwiększa popyt i ceny półprzewodników oraz elektroniki. Nadwyżka Chin z USA wzrosła o 44% r/r do ponad 29 mld USD, przy wzroście eksportu do USA o 34,4% r/r. Silny wzrost chińskiego eksportu pogłębia nierównowagę w relacjach handlowych z USA i UE, które apelują do Pekinu o zwiększenie popytu wewnętrznego i ograniczenie nadwyżki.
- **ROM:** Gospodarka Rumunii w 2q26 nadal kurczyła się w ujęciu rocznym, natomiast w ujęciu kwartalnym była w stagnacji. PKB w 2q26 (nsa) spadł o 0,4% r/r. Po stronie popytowej dodatni wkład do dynamiki PKB miały inwestycje (+4,1 pp), natomiast ujemnie oddziaływały konsumpcja (-2,0 pp), zmiana zapasów (-2,0 pp) oraz eksport netto (-0,5 pp). Dodatni wpływ po stronie produkcyjnej odnotowano w budownictwie (+0,9 pp) oraz kulturze, rekreacji i pozostałych usługach (+0,6 pp). Natomiast ujemny wpływ miały handel, transport, hotele i restauracje (-1,0 pp) oraz przemysł (-0,7 pp).
- **HUN:** Produkcja przemysłowa (sca) w lipcu wzrosła o 4,7% r/r, nieco powyżej konsensusu na poziomie 3% r/r i powyżej wzrostu z czerwca (4,1% r/r). W ujęciu miesięcznym produkcja (sca) wzrosła o 1,7% wobec spadku o 1,3% w poprzednim miesiącu. Wielkość produkcji zmniejszyła się w większości działów przetwórstwa przemysłowego w porównaniu do analogicznego miesiąca roku poprzedniego. Wzrosła produkcja sprzętu transportowego oraz wyrobów komputerowych, elektronicznych i optycznych, natomiast spadek odnotowano w produkcji urządzeń elektrycznych oraz artykułów spożywczych, napojów i wyrobów tytoniowych.
- **CZE:** Produkcja przemysłowa (nsa) w lipcu nie zmieniła się w stosunku do analogicznego miesiąca ubiegłego roku przy oczekiwaniach wzrostu

Kwartalna dynamika PKB strefy euro



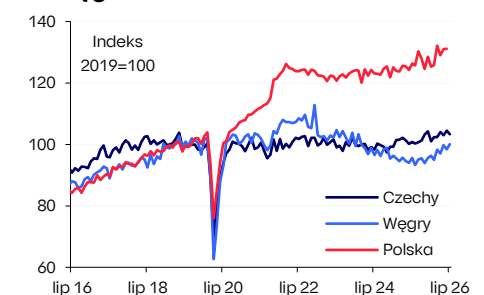
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Dynamika eksportu i importu Chin



Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

Produkcja przemysłowa w Czechach, na Węgrzech i w Polsce



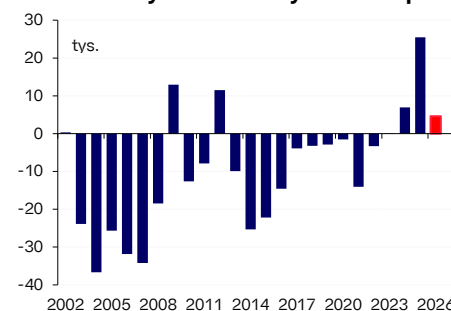
Źródło: Macrobond, PKO Bank Polski.

o 0,5% r/r. Po skorygowaniu o dni robocze wzrost produkcji przemysłowej wyniósł +3,1% r/r wobec +3,8% r/r w czerwcu. Najbardziej do tego wzrostu przyczyniła się produkcja pojazdów samochodowych, przyczep i naczep oraz wytwarzanie i zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i powietrze do układów klimatyzacyjnych. Wartość nowych zamówień wzrosła w lipcu o 7,2% r/r. Wzrost był najsilniej wspierany przez trzy działy przetwórstwa przemysłowego: produkcję pojazdów samochodowych, przyczep i naczep, produkcję urządzeń elektrycznych oraz produkcję komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych.

WYDARZENIA KRAJOWE:

- POL: Ministerstwo Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej poinformowało, że stopa bezrobocia w sierpniu wyniosła 5,9% wobec 5,8% miesiąc wcześniej oraz oczekiwanej stabilizacji.** Liczba bezrobotnych wyniosła 911 tys., czyli o 4,6 tys. więcej niż miesiąc wcześniej i o 54,7 tys. więcej niż rok wcześniej. Pracodawcy zgłosili 34,3 tys. ofert pracy, tj. o 11,7% mniej m/m i 12,7% mniej r/r. Największy napływ bezrobotnych pochodził z przetwórstwa przemysłowego i handlu. Pozytywnym sygnałem był wzrost liczby osób podejmujących pracę bez dofinansowania lub rozpoczynających działalność gospodarczą o 8,8% r/r. Spadła liczba osób rozpoczynających programy aktywizacyjne z powodu ograniczenia finansowania z Funduszu Pracy i to właśnie te zmiany regulacyjne stoją za ostatnim wzrostem bezrobocia.

Zmiana liczby bezrobotnych w sierpniu

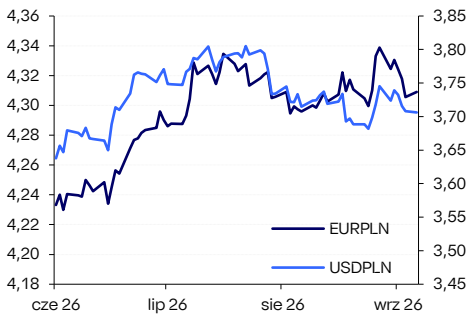


Źródło: GUS, PKO Bank Polski.

KOMENTARZ RYNKOWY:

- W poniedziałek złoty pozostał stabilny wobec euro, oscylując w pobliżu 4,31 na EURPLN i marginalnie umocnił się wobec dolara, w pobliżu 3,7060 na USDPLN. Na bazowych rynkach FX dolar nieco się osłabił, a kurs EURUSD wzrósł w okolice 1,1620.
- Pusty krajowy kalendarz makroekonomiczny nie sprzyjał zmienności na złotym, który pozostawał pod dominującym wpływem otoczenia zewnętrznego. Na globalną wycenę dolara kolejny dzień z rzędu presję wywierał japoński jen, który zyskał ponad 1%, wspierany przez jastrzębie oczekiwania wobec polityki Banku Japonii, repatriację kapitału oraz zamykanie transakcji carry finansowanych jenem. W rezultacie kurs USDJPY spadł poniżej 155, naruszając minima osiągnięte po skoordynowanej interwencji walutowej pod koniec lipca. Euro wspierała natomiast rewizja w górę finalnego odczytu PKB strefy euro za 2q26, choć bezpośrednia reakcja rynku na publikację była wyraźnie ograniczona. Ostatecznie zmiany na głównych parach ze złotym były niewielkie i nie wpłynęły na dotychczasowe trendy.
- We wtorek krajowy kalendarz makroekonomiczny pozostanie pusty, a globalnie liczba istotnych publikacji również będzie ograniczona. Złoty pozostanie więc przede wszystkim pod wpływem otoczenia zewnętrznego, w szczególności zachowania dolara. Przy założeniu, że Brent utrzyma się poniżej 100 USD/b, umiarkowana presja na amerykańską walutę, związana m.in. z dalszym umocnieniem jena, może się utrzymywać. Do środowej decyzji RPP zakładamy zatem stabilizację EURPLN w pobliżu 4,31, przy większym prawdopodobieństwie testu przez USDPLN psychologicznego poziomu 3,70.
- Na krajowym rynku stopy procentowej początek tygodnia przyniósł wzrost rentowności polskich obligacji. Negatywny wpływ na wyceny papierów miały przede wszystkim tendencje globalne oraz obawy przed proinflacyjnym wpływem rosnących cen surowców energetycznych. W najbliższych dniach rentowności polskich obligacji mogą pozostawać pod presją wzrostową, jeśli ceny ropy naftowej będą nadal przesuwac się w kierunku 100 USD/b. W scenariuszu bazowym zakładamy utrzymanie się rentowności w sektorze 2-letnim na poziomie 4,55%, a w sektorze 10-letnim w okolicach 6,15%. Za stabilizacją notowań podczas wtorkowej sesji przemawiają ubogi kalendarz publikacji makroekonomicznych, a także zbliżające się posiedzenia RPP w środę oraz EBC w czwartek.
- NBP potwierdził w komunikacie, że w czwartek odbędzie się konferencja prasowa prezesa A. Głapińskiego. W kontekście wycen rynkowych zakładających wzrost stóp procentowych w Polsce łącznie o 75 pb do końca 2027, komentarz dotyczący perspektyw polityki pieniężnej będzie miał istotne znaczenie dla inwestorów. Biorąc pod uwagę wysoki wstępny odczyt inflacji za sierpień na poziomie 3,4% r/r, mocniejsze od oczekiwań dane dotyczące aktywności polskiej gospodarki, a także proinflacyjny wpływ silnego wzrostu cen surowców energetycznych na świecie, można zakładać, że prezes NBP wycofa się ze scenariusza szybkich obniżek stóp. Niemniej wypowiedzi przedstawicieli Rady sugerują, że również scenariusz zaostrzania polityki pieniężnej nie znajduje obecnie silnego wsparcia. Podobnie oceniają to ekonomiści — konsensus wskazuje na obniżki stóp po 25pb w 3q27 i 4q27. Podkreślenie podczas konferencji prasowej scenariusza dłuższej stabilizacji stóp procentowych NBP powinno nieco schłodzić rynkowe oczekiwania na podwyżki stóp.

Waluty



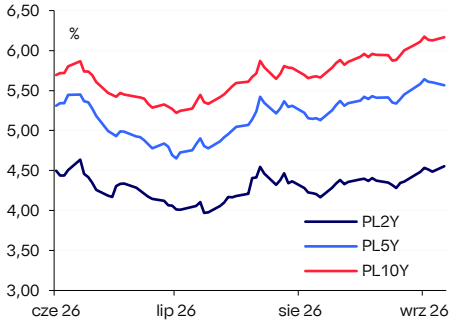
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

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



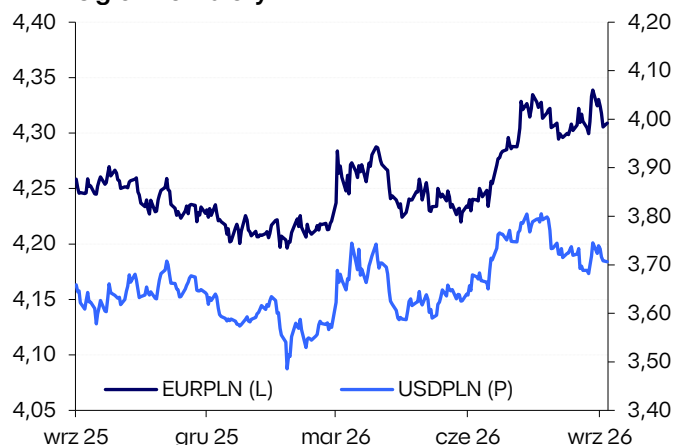
Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Prognozy rentowności obligacji

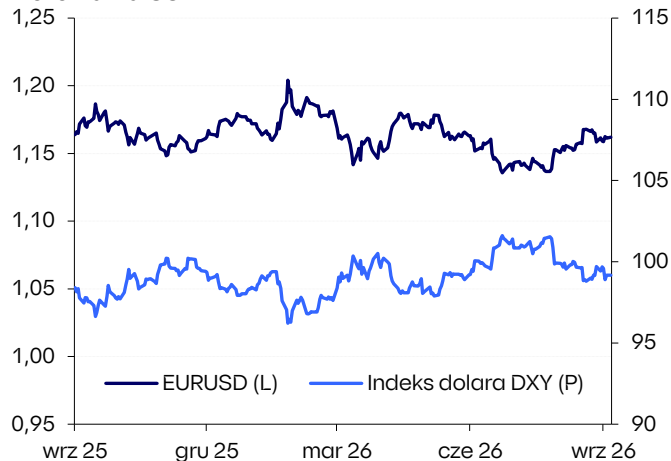
Tenor	3q26	4q26
PL1Y	3,70	3,42
PL2Y	4,45	4,10
PL5Y	5,15	4,65
PL10Y	5,80	5,30

Źródło: PKO Bank Polski.

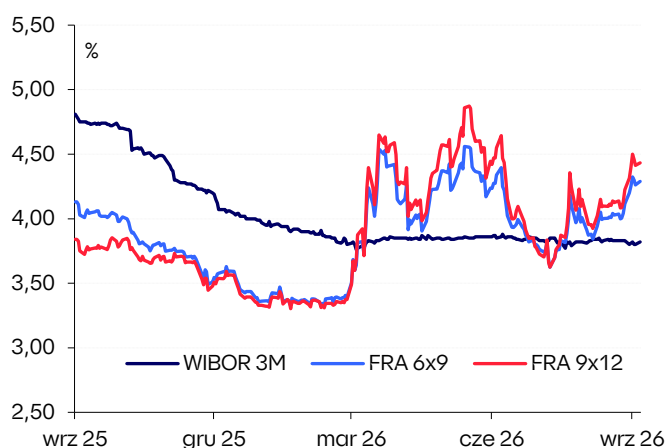
PLN vs główne waluty



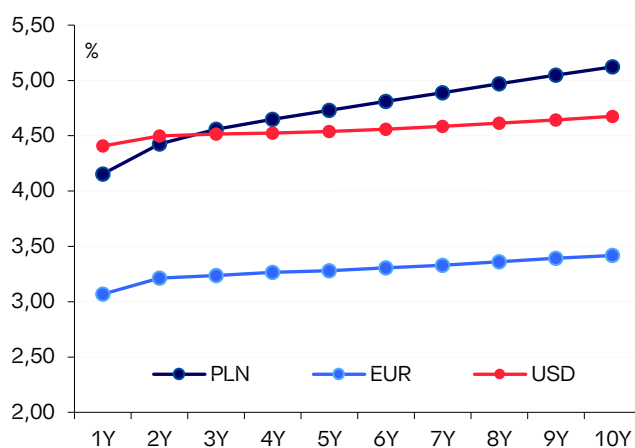
Notowania USD



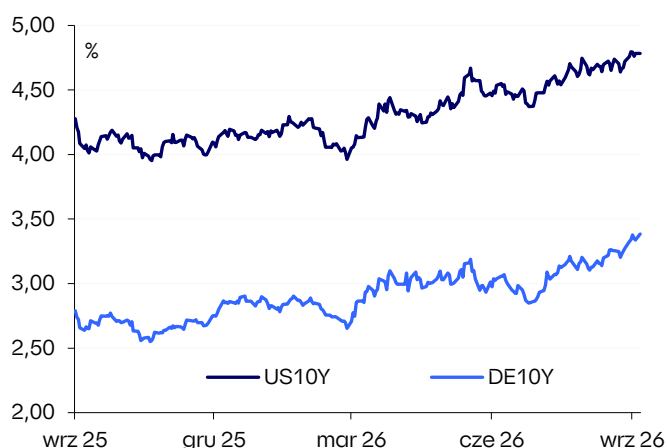
Krótkoterminowe stopy procentowe



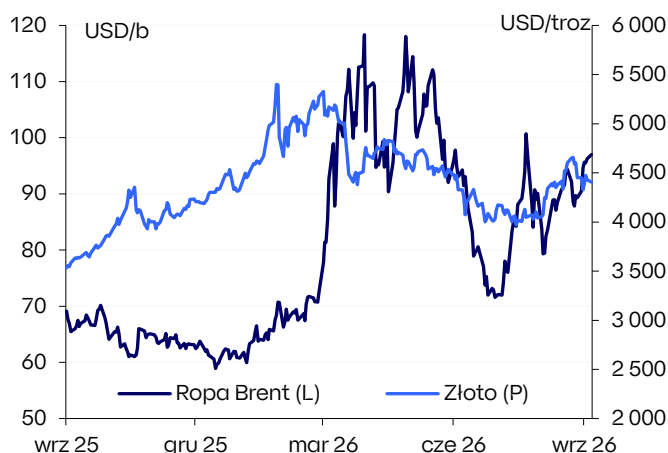
Krzywe IRS



Rynki bazowe



Surowce



Źródło: LSEG Workspace & Datastream, PKO Bank Polski.

Kalendarz makroekonomiczny

Wskaźnik	Godz.	Jednostka	Poprzednio	Konsensus	PKO BP	Odczyt
Poniedziałek, 7 września						
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% m/m	0,0	0,2	--	-1,1
GER: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:00	% r/r	-0,5	0,0	--	-1,6
ROM: Wzrost PKB (2q)	8:00	% r/r	-0,2	--	--	-0,4
HUN: Produkcja przemysłowa (lip.)	8:30	% r/r	4,1	3,0	--	4,7
CZE: Produkcja przemysłowa (lip.)	9:00	% r/r	7,0	0,5	--	0,0
EUR: Indeks Sentix (wrz.)	10:30	pkt.	0,9	1,7	--	5,1
EUR: Wzrost PKB (2q)	11:00	% r/r	0,6	1,0	--	1,2
EUR: Zatrudnienie (2q)	11:00	% r/r	0,5	0,5	--	0,5
Wtorek, 8 września						
GER: Eksport (lip.)	8:00	% m/m	0,9	0,3	--	--
GER: Import (lip.)	8:00	% m/m	4,4	-1,0	--	--
HUN: Inflacja CPI (sie.)	8:30	% r/r	1,2	1,4	1,3	--
CZE: Stopa bezrobocia (sie.)	10:00	%	5,0	5,0	--	--
Środa, 9 września						
CHN: Inflacja PPI (sie.)	3:30	% r/r	3,5	3,6	--	--
CHN: Inflacja CPI (sie.)	3:30	% r/r	0,5	0,8	--	--
ROM: Saldo handlowe (lip.)	8:00	mld EUR	-2,961	--	--	--
POL: Stopa referencyjna NBP	--	%	3,75	3,75	3,75	--
Czwartek, 10 września						
GER: Inflacja CPI (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
GER: Inflacja HICP (sie., rew.)	8:00	% r/r	2,8	2,9	--	--
CZE: Inflacja CPI (sie., rew.)	9:00	% r/r	1,7	1,9	--	--
EUR: Stopa depozytowa EBC	14:15	%	2,25	2,50	2,50	--
EUR: Stopa refinansowa EBC	14:15	%	2,40	2,65	2,65	--
USA: Wnioski o zasiłek dla bezrobotnych	14:30	tys	206	205	--	--
USA: Inflacja PPI (sie.)	14:30	% r/r	4,7	5,2	--	--
USA: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (sie.)	16:00	mln	4,06	3,98	--	--
Piątek, 11 września						
ROM: Inflacja CPI (sie.)	8:00	% r/r	8,2	6,7	6,7	--
ROM: Wynagrodzenie (lip.)	8:00	% r/r	3,5	--	--	--
USA: Inflacja CPI (sie.)	14:30	% r/r	3,4	3,4	3,3	--
USA: Inflacja bazowa (sie.)	14:30	% r/r	2,5	2,4	--	--
USA: Indeks Uniwersytetu Michigan (wrz., wst.)	16:00	pkt.	51,7	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](#)


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.